



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Controle over grenzeloos financieren

Een onderzoek naar efficiëntie van financiering van internationale concerns in de EU en de VS; een rechtenbenadering

van Asperen, P.

Publication date

2023

Document Version

Final published version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

van Asperen, P. (2023). *Controle over grenzeloos financieren: Een onderzoek naar efficiëntie van financiering van internationale concerns in de EU en de VS; een rechtenbenadering*. [, Universiteit van Amsterdam].

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

CONTROLE OVER GRENZELOOS FINANCIEREN

Een onderzoek naar efficiëntie van
financiering van internationale concerns
in de EU en de VS; een rechtenbenadering

P. VAN ASPEREN

CONTROLE OVER GRENZELOOS FINANCIEREN

Een onderzoek naar efficiëntie van financiering van internationale concerns in de EU en de VS; een rechtenbenadering

Controle over grenzeloos financieren

Een onderzoek naar efficiëntie van financiering van internationale concerns in de
EU en de VS; een rechtenbenadering

ACADEMISCH PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Universiteit van Amsterdam
op gezag van de Rector Magnificus
prof. dr. ir. P.P.C.C. Verbeek

ten overstaan van een door het College voor Promoties ingestelde commissie,
in het openbaar te verdedigen in de Agnietenkapel
op woensdag 15 november 2023, te 16.00 uur

door Peter van Asperen
geboren te Leeuwarden

Promotiecommissie

<i>Promotor:</i>	prof. dr. J.W. Winter	Universiteit van Amsterdam
<i>Copromotor:</i>	prof. dr. A. de Jong	Monash University
<i>Overige leden:</i>	prof. dr. A.W.A. Boot prof. dr. A.A.H. van Hoek prof. dr. R.J. de Weijs prof. mr. B.A. Schuijling prof. mr. dr. M.A. Verbrugh	Universiteit van Amsterdam Universiteit van Amsterdam Universiteit van Amsterdam Radboud Universiteit Erasmus Universiteit Rotterdam

Faculteit der Rechtsgeleerdheid

Drukwerk: De Boekdrukker, Amsterdam

© 2023, P. van Asperen

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

“Of course, it is not possible to draw a hard and fast line which determines whether there is a firm or not. There may be more or less direction.”

Ronald H. Coase (1937) - econoom

“Met civiele wetten zijn alleen juristen vertrouwd, dat wil zeggen mensen die er een rechtstreeks belang bij hebben ze te houden zoals ze zijn, los van de vraag of ze goed of slecht zijn, omdat zij ze kennen.”

Alexis de Toqueville (1835) - politiek filosoof

Inhoudsopgave

1	INLEIDING.....	1
1.1	DE VAL VAN DAISYTEK IN DE VS EN DE EU.....	1
1.2	AMERIKAANSE UNIFORMITEIT VERSUS EUROPESE DIVERSITEIT	6
1.2.1	<i>Diversiteit in recht</i>	6
1.2.2	<i>Wisselwerking tussen uniformering van recht en wetgeving door lidstaten</i>	9
1.2.3	<i>Geen ‘copy – paste’ van Amerikaanse regelingen</i>	11
1.3	VERBETERING VAN DE EFFICIËNTIE VAN DE FINANCIERING VAN EEN INTERNATIONAAL CONCERN	14
1.3.1	<i>Internationaal concern als financieringssubject</i>	14
1.3.2	<i>Financieringstransacties met de bank en de leverancier</i>	15
1.4	ONDERZOEKSVRAGEN EN OPBOUW VAN HET ONDERZOEK.....	19
1.4.1	<i>Onderzoeksvragen</i>	19
1.4.2	<i>Onderzoeksmethode: uitgangspunten en onderzoeksvragen per deelonderwerp</i>	21
1.4.3	<i>Opbouw van het onderzoek</i>	28
1.4.4	<i>Afsluiting onderzoek en Brexit</i>	30
	DEEL I ANALYTISCH KADER.....	33
2	EFFICIËNTIE BIJ FINANCIERINGSTRANSACTIES	35
2.1	CONTRACTUELE VERHOUDINGEN BIJ FINANCIERING VAN EEN INTERNATIONAAL CONCERN	35
2.1.1	<i>Rechtsverhoudingen tussen partijen</i>	35
2.1.2	<i>Invulling van de rechtsverhoudingen in contracten</i>	39
2.1.3	<i>Verhouding als ‘principal – agent’</i>	42
2.1.4	<i>Rol van de wetgever bij het verlagen van de ‘agency – cost’</i>	45
2.1.5	<i>Onderlinge verhouding tussen schuldeisers</i>	47
2.2	DE RECHTENBENADERING ALS ALGEMEEN BEGRIPPENKADER	48

2.2.1	<i>Redeneren vanuit juridische rechten</i>	48
2.2.2	<i>Financiering concern als geheel van gebruikers-, inkomens- en controlerechten</i>	51
2.3	AFWEGINGSKADER VOOR EFFICIËNTIE	56
2.3.1	<i>Efficiëntie volgens Kaldor – Hicks</i>	56
2.3.2	<i>Efficiëntie bij onderhandelingen tussen partijen</i>	59
2.3.3	<i>Ex ante en ex post efficiëntie</i>	64
3	HET INTERNATIONALE CONCERN ALS FINANCIERINGSSUBJECT	69
3.1	HET CONCERN ALS ECONOMISCHE EENHEID	69
3.1.1	<i>De economische eenheid als algemeen kader</i>	69
3.1.2	<i>De rechtspersoon als basis van de analyse</i>	72
3.2	VARIABELEN VOOR HET CONCERN ALS ECONOMISCHE EENHEID	74
3.2.1	<i>De spilfunctie van de moeder als feitelijk bestuurder</i>	74
3.2.2	<i>Mate van zelfstandigheid</i>	82
3.2.3	<i>Economische afhankelijkheid tussen concernonderdelen</i>	83
3.3	ONTWIKKELING GROEPEN VAN RECHTSPERSONEN (‘BUSINESS GROUPS’) IN VERSCHILLENDE LANDEN	90
4	FINANCIERING VAN HET INTERNATIONALE CONCERN	97
4.1	FINANCIERINGSTRANSACTIES	97
4.1.1	<i>Redenen voor financiering en vormen van financieringstransacties</i>	97
4.1.2	<i>Financiering direct gekoppeld aan activa</i>	113
4.2	CONTRACTEREN MET HET INTERNATIONALE CONCERN	115
4.2.1	<i>Vrijheid van rechtskeuze in het contractenrecht</i>	115
4.2.2	<i>Verdeling van transactiekosten bij gebrek aan rechtskeuze</i>	120
5	BELANGENAFWEGING DOOR WETGEVERS	125
5.1	UNIFORMERING VAN WETGEVING	125

5.1.1	<i>Uniformering in de VS</i>	125
5.1.2	<i>Uniformering in de EU</i>	131
5.2	WETGEVING DOOR LIDSTATEN	142
5.2.1	<i>Wetgeving als vorm van collectieve besluitvorming</i>	144
5.2.2	<i>Concurrentie in wetgeving</i>	149
5.2.3	<i>Bepalingen van dwingend recht</i>	154
5.2.4	<i>Wetgeving als samenspel van complexe systemen</i>	157
DEEL II ORGANISATIEVORM		163
6 BEVOEGDHEDEN EN VERANTWOORDELIJKHEDEN VAN HET BESTUUR		165
6.1	VERTEGENWOORDIGINGSBEVOEGDHEID VAN HET BESTUUR	166
6.1.1	<i>Beschrijving van de regelgeving</i>	166
6.1.2	<i>Verskil in regelgeving</i>	170
6.2	HANDELINGSVRIJHEID EN AFWEGING BELANGEN SCHULDEISERS... ..	170
6.3	VERSCHILLEN IN RECHT EN BEPALEN VAN HET TOEPASSELIJK RECHT ..	189
6.3.1	<i>Vaststellen verschillen in recht</i>	189
6.3.2	<i>Bepalen van het toepasselijke recht</i>	190
6.4	UNIFORME ZORGPLICHT BESTUURDERS IN DE EU	192
7 BELANG VAN DE RECHTSVORM: VRIJE RECHTSKEUZE EN FISCALE OVERWEGINGEN		195
7.1	BELANGENAFWEGINGEN IN DE LANDEN EN VRIJE RECHTSKEUZE IN HET RECHTSPERSONENRECHT	195
7.1.1	<i>Vrije rechtskeuze in de VS</i>	200
7.1.2	<i>Belangenafweging via het rechtspersonenrecht in de EU</i>	202
7.1.3	<i>Vrije rechtskeuze in de EU</i>	206
7.1.4	<i>Geen noodzaak tot uniformering van het rechtspersonenrecht in de EU</i>	212

7.2	FISCALE AFWEGINGEN BIJ DE KEUZE VOOR RECHTSPERSONEN	213
7.2.1	<i>Gevolgen van fiscaal gemotiveerde concernvorming</i>	213
7.2.2	<i>Verdeling van kosten binnen een concern</i>	214
7.2.3	<i>Zakelijkheidsbeginsel bij intra-groep transacties</i>	217
8	RECHTSECONOMISCH PERSPECTIEF: FUNCTIES VAN RECHTSPERSONEN	223
8.1	BESCHRIJVING VAN DE FUNCTIES VAN RECHTSPERSONEN	223
8.2	AFBAKENING VAN ACTIVA ('ASSET PARTITIONING')	225
8.2.1	<i>Positie van de aandeelhouders</i>	225
8.2.2	<i>Positie van de schuldeisers</i>	230
8.3	MONITORINGSTHEORIE BIJ CONCERNVORMING	232
8.3.1	<i>Lage monitoringskosten door de moeder</i>	232
8.3.2	<i>Monitoring door schuldeisers</i>	234
8.3.3	<i>Monitoring door een toezichthouder in een gereguleerde omgeving</i>	235
8.3.4	<i>Oorzaken van intransparantie binnen een concern</i>	239
8.3.5	<i>Van bewuste benadeling tot opportunistisch handelen van de moeder</i>	244
8.3.6	<i>Afschaffen beperkte aansprakelijkheid in concernverband?</i>	248
8.4	CONSOLIDATIE VAN ACTIVA EN PASSIVA BIJ FAILLISSEMENT	251
9	FAILLISSEMENT EN HERSTRUCTURERING	257
9.1	BELANG VAN FAILLISSEMENTEN EN HERSTRUCTURERING	257
9.2	FAILLISSEMENT EN HERSTRUCTURERING BIJ EEN INTERNATIONAAL CONCERN	262
9.2.1	<i>Gevolgen concernvorming voor herstructurering en faillissement</i>	262
9.2.2	<i>Korte schets van het faillissementsrecht in verschillende landen</i>	267
9.2.3	<i>Faillissementsrecht in internationaal verband</i>	277

9.2.4	<i>Uniformering van het faillissementsrecht in de EU</i>	284
9.2.5	<i>Faillissement in concernverband</i>	288
9.3	MOGELIJKHEDEN TOT HERSTRUCTURERING IN DE EU	299
9.3.1	<i>Belang van herstructurering</i>	299
9.3.2	<i>Verschil in ‘Governance’ bij herstructurering en liquidatie</i>	302
9.3.3	<i>Mate van uniformering bij herstructurering</i>	305
9.3.4	<i>Wijze van uniformering van verschillende onderwerpen</i>	311

DEEL III CONTROLERECHTEN..... 331

10 CONTROLE OVER DE ACTIVA..... 333

10.1	CONTROLEMOGELIJKHEDEN BIJ ZEKERHEDEN.....	333
10.1.1	<i>Controle over de activa van een concernonderdeel</i>	333
10.1.2	<i>Rechtseconomische afwegingen</i>	335
10.1.3	<i>Controlemogelijkheden per land</i>	339
10.1.4	<i>Voorrangsposities</i>	348
10.2	ZEKERHEDEN IN INTERNATIONAAL VERBAND	354
10.2.1	<i>Bepalen van het toepasselijke recht</i>	354
10.2.2	<i>Onzekerheden over het toepasselijke recht bij roerende zaken – conflict mobile</i>	357
10.2.3	<i>Optie van rechtskeuze</i>	361
10.2.4	<i>Zekerheden en vrij verkeer van kapitaal</i>	363
10.2.5	<i>Uniformeren of harmoniseren van het zekerhedenrecht</i>	370
10.3	EIGENDOMSVOORBEHOUD	373
10.3.1	<i>Controlemogelijkheden bij een eigendomsvoorbehoud</i>	373
10.3.2	<i>Vrije rechtskeuze</i>	377
10.3.3	<i>Toets aan de bepalingen van het Europese vrije verkeer van goederen</i>	379
10.4	‘NEGATIVE PLEDGE’	386

11	POSITIE VAN DERDEN BIJ ZEKERHEDEN EN DE ACTIO PAULIANA	389
11.1	BELANG VAN DERDEN BIJ TRANSPARANTIE VAN ZEKERHEDEN.....	389
11.2	TRANSPARANTIE VAN ZEKERHEDEN	391
11.2.1	<i>Specificatie van activa</i>	391
11.2.2	<i>Bekendmaking aan derden – publiciteitsvereiste</i>	400
11.3	BENADELING VAN BESTAANDE SCHULDEISERS (ACTIO PAULIANA)	417
11.3.1	<i>Actio pauliana en de faillissementspauliana</i>	417
11.3.2	<i>Verschil in voorwaarden landen</i>	420
11.3.3	<i>De (faillissements)pauliana in concernverband</i>	436
12	CONTROLE OVER KASSTROMEN: ZEKERHEDEN OP VORDERINGEN EN VERREKENING	453
12.1	ZEKERHEDEN OP VORDERINGEN	453
12.1.1	<i>Belang bij zekerheden op vorderingen</i>	453
12.1.2	<i>Betrokken partijen bij een zekerheid op vorderingen</i>	454
12.1.3	<i>Voorwaarden voor zekerheden op vorderingen in de landen</i> ..	457
12.2	ZEKERHEDEN OP VORDERINGEN IN INTERNATIONAAL VERBAND....	465
12.2.1	<i>Toepasselijke recht bij contractuele vraagstukken</i>	465
12.2.2	<i>Toepasselijk recht derdenwerking – visie van de landen</i>	466
12.2.3	<i>Europees voorstel toepasselijke recht derdenwerking</i>	470
12.3	KASSTROMEN BINNEN EEN CONCERN: VERREKENING EN NETTING .	484
12.3.1	<i>Verrekening</i>	484
12.3.2	<i>'Netting' als methodiek van contractuele verrekening</i>	495
13	CONTROLE OVER DE CONCERNONDERDELEN EN FINANCIERING BINNEN HET CONCERN	497
13.1	PERSOONLIJKE ZEKERHEDEN VAN DE CONCERNONDERDELEN	497
13.1.1	<i>Rechtseconomische afwegingen bij persoonlijke zekerheden</i> ..	497
13.1.2	<i>Nadelige effecten persoonlijke zekerheden</i>	500

13.1.3	<i>Juridische vormgeving van persoonlijke zekerheden</i>	519
13.1.4	<i>Bepalingen over het toepasselijke recht</i>	522
13.2	INTERNE DRAAGPLICHT EN REGRESVORDERINGEN	526
13.2.1	<i>Beperkingen bij persoonlijke zekerheden</i>	526
13.2.2	<i>Regresrecht en interne draagplicht</i>	530
13.3	ZEKERHEDEN OP AANDELEN	541
13.3.1	<i>Regelgeving over zekerheden op aandelen</i>	541
13.3.2	<i>Zekerheden op aandelen in internationaal verband</i>	544
13.4	INTERNE FINANCIERING	546
13.4.1	<i>Regelingen landen over 'interne' contracten in een concern in de landen</i>	546
DEEL IV CONCLUSIES EN VERVOLGSTAPPEN		573
14	CONCLUSIES EN VOORSTELLEN VOOR VERVOLG	575
14.1	CONTROLE OVER GRENZELOOS FINANCIEREN	575
14.1.1	<i>Afbakening van het onderzoek</i>	575
14.1.2	<i>Waarom grenzen?</i>	576
14.2	ONDERZOEKSVRAGEN EN -METHODE	577
14.2.1	<i>Onderzoeksvragen</i>	577
14.2.2	<i>Onderzoeksmethode: uitgangspunten en onderzoeks(sub)vragen.</i>	577
14.3	ANALYTISCH KADER ALS BASIS	579
14.3.1	<i>Concernfinanciering als geheel van rechten bij financieringstransacties</i>	579
14.3.2	<i>Juridische ordening VS is uniformer dan EU, maar niet te kopiëren</i>	582
14.4	BESCHRIJVING PER RECHTSGEBIED	586
14.4.1	<i>Concern als organisatievorm</i>	586
14.4.2	<i>Rechtspersonenrecht</i>	591
14.4.3	<i>Faillissement en herstructurering bij concerns</i>	592

14.4.4	<i>Controlrechten</i>	596
14.5	WAT BRENGT DAT DE EU?	608
14.6	OVERZICHT VAN VERVOLGSTAPPEN VOOR DE EUROPESE COMMISSIE	611
15	CONCLUSIONS AND PROPOSALS FOR FOLLOW-UP.....	615
15.1	CONTROL OVER OF BORDERLESS FINANCING.....	615
15.1.1	<i>Assumptions within the research</i>	615
15.1.2	<i>Why borders?</i>	616
15.2	RESEARCH QUESTIONS AND METHODOLOGY	617
15.2.1	<i>Research questions</i>	617
15.2.2	<i>Research methodology: assumptions and standardised research questions</i>	617
15.3	ANALYTICAL FRAMEWORK AS FOUNDATION	619
15.3.1	<i>Business group financing as a collection of rights in financing transactions</i>	619
15.3.2	<i>US legal system is more standardised than EU's, but cannot be copied</i>	622
15.4	DESCRIPTION BY AREA OF LAW	626
15.4.1	<i>Business group as organisational form</i>	626
15.4.2	<i>Law of legal entities</i>	630
15.4.3	<i>Bankruptcy and restructuring of business groups</i>	631
15.4.4	<i>Controlling rights</i>	635
15.5	WHAT DOES THAT MEAN FOR THE EU?.....	646
15.6	OVERVIEW OF ACTIONS.....	649
	BIJLAGE 1 - VERSCHIL IN AANTAL CONCERNONDERDELEN BIJ EUROPESE EN AMERIKAANSE CONCERNS	653
	LIJST MET AFKORTINGEN.....	663
	SAMENVATTING.....	667

SUMMARY..... 677

LIJST MET REFERENTIES..... 687

1 Inleiding

1.1 De val van Daisytek in de VS en de EU

In 2003 kon Daisytek niet meer aan haar verplichtingen voldoen en ging failliet. Daisytek was een groot internationaal concern dat handelde in computeronderdelen en tapes¹ met haar hoofdkantoor in Allen, Texas.² Het concern bestond wereldwijd uit een veelheid van rechtspersonen. In de Verenigde Staten (hierna: VS) handelde het concern onder een aantal andere merknamen die in afzonderlijke rechtspersonen waren ondergebracht, zoals Arlington Industries, Tapebargains.com, Virtual Demand, Tape Co and Digital Storage. Voor de uitvoering van de economische activiteiten in Latijns-Amerika en Canada waren Daisytek Latin America Inc. en Daisytek Canada Inc. opgericht. In de Europese Unie (hierna: EU) was een Europese groep van rechtspersonen actief. De holding van deze groep was Daisytek ISA ltd. die 100% aandeelhouder was van zestien Europese dochterondernemingen. Twaalf hiervan waren geregistreerd in het Verenigd Koninkrijk (hierna: VK), drie in Duitsland en er was één Franse rechtspersoon. Uiteindelijk moest Daisytek tot herstructurering overgaan. De wens was om de groep zo veel mogelijk als geheel te herstructureren. Daisytek was immers een ‘*single economic unit*’³ of economische eenheid waarvan het geheel meer waard was dan de som van de waarde van alle afzonderlijke rechtspersonen. Het grote aantal rechtspersonen in verschillende landen maakte een groepswijze herstructurering complex. Elke rechtspersoon in het Daisytek-concern was een zelfstandige juridische entiteit waarbij de rechtspersonen bovendien in

¹ Zie LoPucki 2005, p. 13.

² Voor een uitgebreide beschrijving van de Daisytek-zaak zie Bufford 2006.

³ Zie bijvoorbeeld Cheng 2011 die ingaat op de term van ‘*single economic unit*’ uit het mededingingsrecht.

verschillende landen waren gevestigd. Daisytek kreeg te maken met de faillissementswetgeving van al die landen.

Daisytek koos ervoor om de Amerikaanse groep van rechtspersonen en de Europese groep afzonderlijk van elkaar te herstructureren.⁴ Op 29 juli 2004 werd de reorganisatie van de Amerikaanse groep aangevraagd op grond van ‘*Chapter-11*’ van de Amerikaanse Bankruptcy Code⁵ waar herstructurering is geregeld. De Amerikaanse rechter koos ervoor om het faillissement van de Amerikaanse groep administratief geconsolideerd af te wikkelen. Dit staat bekend als ‘*joint administration*’. Dit betekent dat één rechter de regie krijgt over de herstructurering van de hele groep. De rechter kan dan procedures samenvoegen en partijen gecoördineerd horen. Het voordeel van ‘*joint administration*’⁶ is dat de rechter met behoud van de rechtspersonenstructuur van de groep toch gecoördineerd tot herstructurering van de groep over kan gaan. De economische eenheid blijft bestaan. Voor de Amerikaanse rechter is een dergelijke coördinatie relatief eenvoudig. De rechter kan uitgaan van een federaal faillissementsrecht en heeft niet te maken met een verschil in faillissementswetgeving tussen staten.

In de EU ligt dit anders. Er is geen Europese ‘*joint administration*’. Elke lidstaat kent haar eigen faillissementswetgeving en maakt eigen afwegingen. Het verschil in recht tussen lidstaten in de EU vormt daarmee bij herstructurering een bron van complexiteit (en dus hogere transactiekosten) in vergelijking met de VS. De herstructurering van de Europese groep verliep chaotischer dan in de VS. Er ontstond een ware strijd⁷ tussen de rechters uit Engeland, Duitsland en Frankrijk. De Engelse rechter wilde vanuit Engeland het gehele concern herstructureren,

⁴ Bufford 2006, p. 455 geeft aan dat er bewust voor is gekozen het faillissement in de EU afzonderlijk van het Amerikaanse faillissement af te wikkelen vanwege de regels over de ‘*automatic stay*’ in de VS.

⁵ Sony Elecs. Inc. V. Daisytek Inc (*Re Daisytek Inc*), 2004 WL 1698284, 1 (ND Tex. July 2004).

⁶ Deze vorm van coördinatie is anders dan samenvoeging van alle activa binnen het concern tot één failliete boedel. Dit staat bekend als ‘*substantive consolidation*’.

⁷ Mevorach 2010 spreekt van een ‘*jurisdictional battle*’.

terwijl de Franse en Duitse rechters bevoegd wilden blijven voor de afwikkeling van de faillissementen van de Franse respectievelijk Duitse rechtsperso(en). De juridische onderlegger van deze strijd was de Europese Insolventieverordening (hierna: EIV). Het doel van deze verordening is om, ondanks een verschil in wetgeving, de faillissementsprocedures in de verschillende lidstaten te coördineren. Uit de EIV volgt welk faillissementsrecht van toepassing is bij grensoverschrijdende insolventieprocedures. De EIV is een verwijzingsrecht en is niet bedoeld om een verschil in recht tussen lidstaten weg te nemen.

In de EIV staat dat een rechter een hoofdprocedure mag starten als het centrum van voornaamste belangen van een schuldenaar zich in de betreffende lidstaat bevindt (artikel 3 EIV⁸). Het faillissementsrecht van deze lidstaat is dan van toepassing en regelt bijvoorbeeld de wijze van herstructurering. Voor Daisytek kwam de vraag op of de vestigingsplaats van de moeder, als feitelijke beleidsbepaler, het centrum van voornaamste belangen was of de vestigingsplaats van elk concernonderdeel. In het eerste geval zou een gecoördineerde afwikkeling van het faillissement van de groep mogelijk zijn. In de EIV staat dat de statutaire zetel van een rechtspersoon leidend is voor het vaststellen van het centrum van voornaamste belangen, tenzij het tegendeel bewezen is (artikel 3 EIV). De Engelse rechter in Leeds mocht zich als eerste uitlaten over het centrum van voornaamste belangen van de Daisytek-groep en daarmee het toepasselijke recht op grond van de toen geldende EIV.⁹ Deze oordeelde dat het centrum van voornaamste belangen in het VK lag. De holding van de Europese groep was immers een Engelse rechtspersoon die in het VK was gevestigd. De Engelse rechter wilde eveneens de faillissementen van de concernonderdelen in Duitsland en Frankrijk vanuit Leeds en op grond van het Engelse recht coördineren. Volgens de Engelse rechter was

⁸ Vanaf 26 juni 2017 geldt de huidige EIV (zie artikel 84 EIV).

⁹ In re Daisytek-ISA ltd. [2003] BCC 562. Zie ook Bufford 2006.

hiervoor bepalend dat de onderhandelingen over alle belangrijkste contracten¹⁰ vanuit Engeland waren gevoerd. Bovendien hadden de Engelse vennootschappen zich garant gesteld voor de nakoming van alle grote contracten die de andere rechtspersonen waren aangegaan. Het economische en juridische risico lag daarmee voor het overgrote deel in Engeland. Voor de belangrijkste schuldeisers, zoals de banken en de verschaffers van leverancierskrediet, was het volgens de Engelse rechter volstrekt duidelijk dat de hoofdvestiging van de Europese groep van Daisytek in Engeland lag. Verder speelde mee dat een gecoördineerde herstructurering schaalvoordelen met zich meebracht.¹¹ De Engelse rechter wilde daarmee de lijn van de Amerikaanse rechter volgen en overgaan tot een vorm van ‘*joint administration*’. De Franse en Duitse rechters waren het hier niet mee eens en weigerden aanvankelijk het Engelse oordeel te accepteren. Volgens de ‘*Tribunal de Commerce*’ in Pontoise negeerde de rechter in Leeds met haar beslissing de Franse rechtspersoonlijkheid. Bovendien was er volgens deze rechter in de EIV niets over internationale concerns geregeld.¹² De ‘*Cour d’Appel*’ in Versailles moest uiteindelijk de Engelse rechter in het gelijk stellen, omdat de Engelse rechter nu eenmaal als eerste rechter een hoofdprocedure had geopend. Op grond van artikel 19 EIV moeten andere Europese rechters deze beslissing erkennen. Een Duitse rechter in Düsseldorf accepteerde aanvankelijk evenmin de uitspraak van de Engelse rechter. Om vergelijkbare redenen als in Frankrijk werd ook deze rechter teruggefloten door de hogere Duitse rechter van het ‘*Landgericht*’ Düsseldorf.¹³ Uiteindelijk kon de Engelse rechter dus toch op grond van het Engelse recht de herstructurering van de Europese groep afwickelen. De uitkomst

¹⁰ In mijn onderzoek gebruik ik de term ‘*contract*’ en niet de juridische benaming van de overeenkomst, zoals dat in Nederland de juridisch correcte benaming is. De reden is dat ik hiermee een algemene term kan hanteren die aansluit bij de terminologie in het recht van de verschillende landen.

¹¹ Zie Bufford 2006, p. 455.

¹² Zie Bufford 2006, p. 459 – 460.

¹³ Zie Bufford 2006, p. 463 – 464.

was mogelijk anders geweest als de Duitse en Franse rechter eerder dan de Engelse rechter een uitspraak hadden gedaan.

De discussie over een gecoördineerde herstructurering in de EU kwam terug in de zaak Parmalat of Eurofood. Het Parmalat-concern was net als Daisytek een economische eenheid waarbij er een wens was om tot gecoördineerde afwikkeling van het faillissement van het concern over te gaan. Het Europese Hof van Justitie (hierna: HvJ) kon zich in deze zaak uitlaten over de afbakening van het centrum van voornaamste belangen bij een internationaal concern. Volgens het HvJ is cruciaal dat een schuldeiser bij het aangaan van een contract precies weet binnen welke lidstaat een eventueel faillissement van die rechtspersoon als schuldenaar wordt afgehandeld.¹⁴ Het faillissementsrecht moet voor een schuldeiser volstrekt voorzienbaar zijn. Het HvJ concludeerde dat de statutaire zetel van een rechtspersoon leidend moet zijn, ook in concernverband. Dit betekent dat in de EU voor elk concernonderdeel het faillissementsrecht van toepassing is dat geldt in de lidstaat van vestiging. In de nieuwe EIV die in 2015 in werking is getreden is hierin geen verandering gekomen. In deze nieuwe EIV is een regeling gekomen voor samenwerking en coördinatie binnen een groep van rechtspersonen bij herstructurering. Daarbij geldt nog steeds de hoofdregel dat het faillissementsrecht van toepassing van het land van vestiging van het concernonderdeel. Het verschil in recht tussen de lidstaten valt met de bepalingen over de groepsregeling niet weg. In het Actieplan voor de totstandkoming van de Kapitaalmarktunie wijst de Europese Commissie op de nadelen van verschillen in wetgeving tussen de lidstaten.¹⁵ Door uiteenlopende en soms ondoelmatige nationale regelingen is het voor grensoverschrijdende financiers soms moeilijk een inschatting te maken in de duur en de uitkomst van de procedures. De Europese Commissie wil toewerken

¹⁴ Zie overweging 33 van HvJ van 2 mei 2006, zaak C-341/04 (Eurofood).

¹⁵ Mededeling van de Europese Commissie van 24 september 2020 betreffende een kapitaalmarktunie ten dienste van mensen en ondernemingen – een nieuw actieplan (COM (2020) 590 def.).

naar harmonisering van bepaalde onderdelen van insolventieprocedures en roept de lidstaten op hun regeling regelmatig te vergelijken met de regelgeving in andere landen. Dit kan voor lidstaten een stimulans zijn om hun eigen regelingen doelmatiger te maken. De Europese Commissie heeft maatregelen uitgewerkt om herstructurering in de EU te uniformeren met de Amerikaanse '*Chapter 11*' als inspiratiebron.¹⁶ Dit betekent dat er voor herstructurering minimumnormen zijn die in de lidstaten uniform zijn ingevuld waardoor er minder transactiekosten zullen zijn vanwege een verschil in recht. De lidstaten kunnen de herstructureringsprocedures uit hun eigen recht onder de EIV brengen. Uit de EIV volgt dan dat deze herstructureringsprocedure geldt als het centrum van voornaamste belangen in die lidstaat ligt.

1.2 Amerikaanse uniformiteit versus Europese diversiteit

1.2.1 Diversiteit in recht

Het voorbeeld van Daisytek staat niet op zich. Ook in andere rechtsgebieden is het recht in de VS uniformer dan in de EU. Het Amerikaanse faillissementsrecht is federaal en niet statelijk verschillend. In de EU is bij het vaststellen van het faillissementsrecht gekozen voor een verwijzingsrecht en geldt uiteindelijk het toepasselijke faillissementsrecht van een lidstaat. Binnen dit verwijzingsrecht gelden allerlei uitzonderingen, zoals bij zekerheden of regelingen over het eigendomsvoorbehoud. Als activa zich in een andere lidstaat bevinden dan de lidstaat van het toepasselijke faillissementsrecht dan gelden desondanks toch de bepalingen van de lidstaat waar de activa zich bevinden (artikelen 8 en 10 EIV). Dan is dus niet meer het centrum van de voornaamste belangen uit de EIV leidend, maar de liggingsplaats van de activa. Het is aan lidstaten en het VK om zelf het

¹⁶ Richtlijn (EU) 2019/1023 van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsel, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en herstructurering.

zekerheidsrecht vast te stellen. Ook in dit rechtsgebied kunnen de lidstaten verschillende keuzes maken waardoor een verschil in recht tussen lidstaten kan ontstaan. Hetzelfde geldt voor het rechtspersonenrecht waar de lidstaten en het VK eveneens zelf keuzes maken. In de EU is wel sprake van harmonisatie van het rechtspersonenrecht, maar zijn nog steeds historische verschillen in het recht tussen de lidstaten. Sinds een reeks van uitspraken van het HvJ op basis van de vrijheid van vestiging moet elke lidstaat wel een rechtspersoon uit een andere lidstaat accepteren. Een lidstaat mag een rechtspersoon uit een andere lidstaat niet belemmeren bij het uitvoeren van economische activiteiten.¹⁷ Wel mag een lidstaat beperkingen opleggen aan een eigen rechtspersoon die feitelijk haar hoofdvestiging naar een andere lidstaat wil verhuizen.¹⁸ Door deze uitspraken van het HvJ is gebleken dat lidstaten bij een mogelijk strijd met de vrijheid van vestiging beperkt kunnen zijn om in het rechtspersonenrecht zelf afwegingen te maken. Dat wil nog niet zeggen dat daarmee het rechtspersonenrecht in de EU uniformer gaat worden. Een verschil in het rechtspersonenrecht tussen de lidstaten kan blijven bestaan.

In de VS is het eveneens aan de staten om het rechtspersonen- en zekerhedenrecht vast te stellen. Toch komen de staten in de VS tot gelijklopende materiële keuzes in deze rechtsgebieden en lijkt het recht uniform. Zo zijn de meeste grote, beursgenoteerde Amerikaanse rechtspersonen opgezet naar het recht van de staat Delaware. De belangrijkste alternatieven zijn de Model Business Corporation Act (MBCA) dat door de meeste staten is overgenomen en het

¹⁷ Zie de reeks uitspraken die beginnen bij HvJ van 10 juli 1986, zaak C-79/85 (Segers) tot aan HvJ van 12 juli 2012, zaak 378/10 (Vale).

¹⁸ Onder voorwaarden mag een lidstaat bijvoorbeeld wel bepalen dat de rechtspersoon ophouden te bestaan als deze rechtspersonen zich naar een andere lidstaat willen verplaatsen. Zie HvJ van 16 december 2008, zaak C-210/06 (Cartesio) en HvJ van 12 juli 2012, zaak 378/10 (Vale). Zie ook HvJ van 25 oktober 2017, zaak C-106/16 (Polbud) dat oordeelde dat een lidstaat van oorsprong geen onnodige beperkingen mag opleggen, ook als een onderneming feitelijk geen economische activiteiten in de lidstaat van bestemming verricht.

rechtspersonenrecht van New York en Californië.¹⁹ Elke staat erkent bovendien van oudsher het recht van de staat waar een rechtspersoon is opgericht. Dit betekent dat er tussen de staten niet veel materiële verschillen in het rechtspersonenrecht zijn.²⁰ Ook in het zekerhedenrecht bestaat modelwetgeving. Het zekerhedenrecht is onderdeel van de *Uniform Commercial Code* (hierna: UCC), zoals opgenomen in ‘*Chapter 9*’ UCC. Bijna elke staat heeft de UCC overgenomen. Het lijkt erop dat de staten weinig behoefte hebben aan een eigen materiële invulling van het zekerhedenrecht.

Binnen de EU is het recht in het faillissements-, rechtspersonen- en zekerhedenrecht dus meer divers dan in de VS. Dit laat zich samenvatten in de tegenstelling tussen de Amerikaanse uniformiteit en de Europese diversiteit. De Europese diversiteit brengt mee dat er een grotere kans is op meer complexiteit bij de financiering van een internationaal concern in de EU vanwege een verschil in wetgeving in vergelijking met de VS. Dit kan leiden tot hogere transactiekosten.²¹ De vraag die dat oproept is in welke mate de EU lessen uit de juridische ordening van de VS kan trekken om transactiekosten per saldo te verlagen. Deze vraag zet ik in mijn onderzoek centraal. Later in dit hoofdstuk werk ik mijn vraagstelling en stellingen uit. Het onderwerp over de financiering in internationaal verband sluit aan bij de Europese beleidsdoelstellingen. Voor de EU is internationale financiering als strategisch beleidskader al sinds lange tijd verankerd in de Europa 2020-strategie met als continue aandachtspunt om ‘*cross-border and multi-country financing*’ te stimuleren.²² Verder werkt de Europese Commissie aan het

¹⁹ Zie Bainbridge 2002, p. 16.

²⁰ Zie Bainbridge 2002, p. 14, voetnoot 3.

²¹ Zie ook Green paper from the Commission of 1st July 2010 on policy options for progress towards a European Contract Law for consumers and businesses (COM (2010)348 final) waar staat dat een diversiteit in wetgeving kan leiden tot additionele transactiekosten.

²² Zie European Commission of 30th November 2011 concerning a proposal for a regulation of the European parliament and the council establishing a program for the competitiveness of enterprises and small and medium – sized enterprises (2014 – 2020) (COM (2011) 834 final).

verbeteren en diversifiëren van de financieringsstructuur van ondernemingen met als uitdaging om te zorgen voor een breder aanbod van financieringsbronnen waarbij de Europese Commissie de nationale kapitaalmarkten uiteindelijk tot een echte eengemaakte markt wil laten integreren.²³ Vanuit deze beleidskaders werk ik mijn onderzoek uit.

1.2.2 Wisselwerking tussen uniformering van recht en wetgeving door lidstaten

Het eenvoudige antwoord om de Europese diversiteit (en dus transactiekosten) weg te nemen is om al het recht in de EU te uniformering.²⁴ Op deze manier bestaan in het internationale handelsverkeer geen transactiekosten meer vanwege een verschil in recht. Voor een deel kan uniformering een oplossing zijn. Neem het zekerhedenrecht. Over het algemeen willen de landen of (lid)staten²⁵ dat zekerheden voldoende transparant zijn. Het is dan voor derde schuldeisers duidelijk welke zekerheden zijn gevestigd zodat deze schuldeisers hier rekening mee kunnen houden. Om zekerheden transparant te maken kiest de ene (lid)staat of het ene land voor een register van zekerheden (VS en het VK) terwijl andere lidstaten (bijvoorbeeld Nederland of Duitsland) kiezen voor een gesloten systeem van het goederenrecht. Als de lidstaten in de EU vergelijkbare doelstellingen

²³ Zie de Mededeling van de Europese Commissie van 30 september 2015 betreffende het Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie (COM (2015) 468 def.) en de Mededeling van de Europese Commissie van 24 september 2020 betreffende een kapitaalmarktunie ten dienste van mensen en ondernemingen – een nieuw actieplan (COM (2020) 590 def.).

²⁴ Als ik het in dit onderzoek heb over afspraken in EU verband dan valt het VK hier gelet op de Brexit buiten tenzij met het VK afzonderlijke afspraken zijn gemaakt.

²⁵ Ik heb het over ‘(lid)staten’ als ik het heb over de Europese lidstaten en de Amerikaanse staten gezamenlijk. Soms gebruik ik de term ‘land’ als ik de VS als geheel wil aanduiden, bijvoorbeeld als ik federale faillissementsrecht van het land VS vergelijk met de landen uit de EU. Ook duid ik vanwege de Brexit het VK aan als ‘land’ en niet als ‘lidstaat’.

hebben dan zou uniformiteit, bijvoorbeeld met een Europees register voor zekerheden, tot lagere transactiekosten kunnen leiden. Op deze manier vallen verschillen in recht immers weg. Toch zijn er ook nadelen aan uniformering van recht. Zo kan uniformering leiden tot een minder dynamisch systeem van een juridische ordening. Uniformering brengt een bepaalde mate van inflexibiliteit met zich mee. Er is geen concurrentie meer tussen de wetgeving van de verschillende lidstaten. Dat betekent dat lidstaten niet meer van elkaar kunnen leren en goede oplossingen in het recht kunnen kopiëren. Alle lidstaten moeten het dan in EU-verband in onderlinge onderhandelingen met elkaar eens worden over compromisoplossingen in het recht.

Uniformering van recht heeft als logische keerzijde dat lidstaten niet meer zelf keuzes in hun eigen recht kunnen maken.²⁶ Zonder uniforme regels is het aan een (lid)staat de belangen van partijen af te wegen en om eventuele beschermingsmaatregelen in hun eigen wetgeving vast te leggen. De ene lidstaat kan belangen van bepaalde partijen anders wegen dan een andere lidstaat. De ene lidstaat kiest er bijvoorbeeld voor werknemers meer bescherming te bieden terwijl een andere lidstaat kiest voor een minimale ontslagbescherming. Deze laatste lidstaat weegt de belangen van werknemers minder zwaar. Dat elke lidstaat tot een andere belangenafweging komt en zelf keuzes in het recht maakt heeft daarentegen als gevolg dat er een verschil in recht tussen (lid)staten ontstaat. Dit leidt tot extra transactiekosten vanwege een verschil in recht. Deze transactiekosten komen voor

²⁶ Uniformering van recht staat haaks op het recht van een lidstaat om zelf wetten en regels vast te stellen (*'right to regulate'*). Zie bijvoorbeeld Tietje en Baetens 2014 die deze term gebruiken in hun onderzoek naar de voordelen van het nieuwe EU-VS handelsverdrag Transatlantic Trade & Investment Partnership (hierna: TTIP). Zie ook Rodrik 2011 die spreekt over het trilemma van globalisering: er is een keuze nodig tussen i) globalisering, ii) soevereiniteit van een land en iii) democratie. Het is niet mogelijk om al deze drie doelen te bereiken. Zie ook Boot 2013, p. 1 waarin hij ingaat op de gevolgen van een steeds grotere internationale verwevenheid en afhankelijkheid. Hij geeft ook aan dat het grensoverschrijdende karakter van activiteiten ertoe leidt dat nationale overheden steeds minder grip hebben.

rekening van een partij die in het internationale verkeer opereert. Met uniforme regels kunnen deze transactiekosten worden weggenomen. Dit is in het voordeel voor de internationaal opererende partij. Uniformering kan daarentegen in het nadeel zijn van een partij die een lidstaat juist wil beschermen. Neem het arbeidsrecht weer als voorbeeld. Om tot uniforme regels in dit rechtsgebied te komen kan een Europese wetgever kiezen voor een minder vergaande ontslagbescherming dan de ontslagbescherming waar een bepaalde lidstaat voor heeft gekozen. Uniforme regels zijn dan weliswaar in het voordeel van de internationaal opererende partij, maar in het nadeel van de werknemers in de lidstaat met een goede ontslagbescherming. Om een keuze voor uniformering van recht te maken moeten uiteindelijk de voordelen van uniformering (lagere kosten voor de internationaal opererende partij) worden afgewogen tegen de nadelen ervan. Als de baten van uniformering groter zijn dan de kosten ervan dan ligt een keuze voor uniforme regels voor de hand. In mijn onderzoek ga ik op deze afweging in waarbij ik de juridische ordening in de EU voor verschillende rechtsgebieden vergelijk met de juridische ordening van die rechtsgebieden in de VS (veelal uniformering).

1.2.3 Geen ‘copy – paste’ van Amerikaanse regelingen

De VS en de EU zijn geografische gebieden die economisch vergelijkbaar zijn in termen van nationaal inkomen.²⁷ Er zijn echter ook verschillen. Zo zijn er indicaties dat concerns in de VS uit minder rechtspersonen (‘corporations’) bestaan dan in de in vergelijking met de EU.²⁸ Voor dit verschil in

²⁷ De economische waarde van alle transacties, gemeten in Bruto Nationaal Product, bedroeg in de VS in 2018 ongeveer € 21 miljard (x1.000) en in de EU \$ 16 miljard (x1.000).

²⁸ Zo waren er in 2018 in de VS 935.925 ‘corporations’ tegenover 9.096.472 kapitaalvennootschappen in de EU (Bron: Eurostat en de US Census). In bijlage 1 van mijn onderzoek heb ik indicatief gekeken naar het aantal rechtspersonen in een concern in de EU en in de

organisatievormen van concerns zijn historische verklaringen, zoals Colpan en Hikono dit voor verschillende landen hebben beschreven.²⁹ Zij wijzen bijvoorbeeld op het verschillende rollen van financiers. In de VS spelen aandeelhouders historisch gezien een dominantere rol bij de vormgeving van concerns. In de VS is een periode geweest dat aandeelhouders aandrongen op diversifiëren van economische activiteiten in verschillende rechtspersonen, oftewel de concernonderdelen zodat het makkelijker was om concernonderdelen te verkopen. In de EU vervullen daarentegen banken van oudsher een belangrijkere rol bij de financiering van ondernemingen en concerns. Banken hebben juist belang bij het intact houden van het concern om zo de geconsolideerde kasstromen te behouden. Er kunnen tevens fiscale redenen zijn om rechtspersonen binnen een concern op te richten.³⁰ Daarbij kan ik me voorstellen dat er juist in de EU grotere fiscale prikkels zijn om meer rechtspersonen binnen een concern op te richten. In de EU hebben de lidstaten verschillende keuzes in hun fiscale recht gemaakt, zoals de hoogte van het tarief voor vennootschapsbelasting of de invulling van bepaalde aftrekposten. Om optimaal gebruik te maken van het verschil in fiscale wetgeving kunnen concerns in de EU kiezen voor onnodige rechtspersonen binnen een concern dat leidt tot complexe organisatiestructuren. Een andere juridisch historische verklaring voor relatief groter aantal rechtspersonen in een Europees concern volgt uit keuzes die lidstaten in hun internationale rechtspersonenrecht hebben gemaakt. Lidstaten zoals Duitsland hebben van oudsher geëist dat een onderneming die in Duitsland haar werkelijke zetel wilde hebben daarvoor een

VS. Hieruit komt een beeld dat Amerikaanse concerns in vergelijking met Europese concerns weinig rechtspersonen gebruiken.

²⁹ Zie Colpan en Hikino 2010, Colpan en Hikino 2016, Colpan en Hikino 2018-a en Colpan en Hikino 2018-b.

³⁰ De Europese Commissie heeft onderzoek gedaan naar de fiscale constructies binnen grote internationale concerns, zoals Starbucks of Apple.

Duitse rechtspersoon op moest richten.³¹ Als een onderneming uit Nederland bijvoorbeeld tevens in Duitsland economische activiteiten wilde gaan uitvoeren dan betekende dit dat deze dus een concernonderdeel naar Duits recht moest oprichten.

De financieringsmarkt is in de VS eveneens anders dan in de EU. In de EU stellen banken relatief veel financiering beschikbaar dan in vergelijking met de VS.³² Zo lijkt het aandeel van bancaire financiering aan de private sector in de EU hoger dan in de VS. In 2021 leverden banken in de VS 54% van het Binnenlands Nationaal Product aan binnenlandse krediet aan de private sector. In de EU bedroeg dit aandeel 93%. Een prominentere rol van banken kan gevolgen hebben voor bepaalde keuzes in de juridische ordening in de EU.³³ Het kan zijn dat banken liever geen Europese ‘*automatic stay*’ willen. Dit is een regeling in het Amerikaanse faillissementsrecht op grond waarvan een rechter zekerheidsrechten kan opschorten. De achterliggende gedachte is dat een rechter extra tijd creëert om met alle betrokken partijen tot overeenstemming over een herstructurering te kunnen komen. De regeling voorkomt dat zekerheidsnemers bij een herstructurering een dominante onderhandelingspositie krijgen. Een dergelijke regeling staat wel bekend als een vorm van een ‘*breathing space*’.³⁴ Voor een succesvolle herstructurering van ondernemingen of concerns in de EU kan deze extra tijd eveneens nodig zijn. De Europese wetgevers (oftewel de gezamenlijke lidstaten) kunnen ervoor kiezen om tot een uniforme regeling in de EU te komen voor een ‘*automatic stay*’. De kans is echter aanwezig dat banken vanwege hun

³¹ In een serie arresten van het HvJ is gebleken dat voorwaarden zoals die in Duitsland in strijd waren met de Europese vrijheid van vestiging. Ik kom hier uitgebreid op terug. Zie bijvoorbeeld HvJ van 5 november 2002, zaak C-208/00 (Überseering), m. nt. Vlas.

³² Zie de Mededeling van de Europese Commissie van 30 september 2015 betreffende het Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie (COM (2015) 468 def.). Zie ook Kalara en Zhang 2018.

³³ Zie bijvoorbeeld Schouten 2012 die ingaat op de invloed van verschillende groeperingen zoals banken in het Europese wetgevingsproces.

³⁴ Wood 2007.

relatief prominente rol met een dergelijke regeling niet zullen instemmen. Zij moeten dan een beperking van hun rechten accepteren en kunnen hiertegen een lobby organiseren. Dat kan betekenen dat in de EU een strategie nodig is om toch draagvlak onder banken te krijgen of om na te denken over alternatieven.

De verschillen tussen de VS en de EU brengen mee dat Amerikaanse regelingen zondermeer zijn te kopiëren. De EU kan bij de financiering van een internationaal concern wel van de VS leren, maar moet Amerikaanse regelingen steeds weer op Europese merites beoordelen. Het is dus nodig om steeds weer na te gaan in hoeverre een Amerikaanse regeling past binnen de juridische ordening in de EU.

1.3 Verbetering van de efficiëntie van de financiering van een internationaal concern

1.3.1 Internationaal concern als financieringssubject

Om na te gaan welke lessen de EU uit de rechtsordering van de VS kan trekken schets ik een versimpelde weergave van de financiering van een internationaal concern. Zo ga ik uit van een concern dat opereert als een ‘*single economic unit*’ of economische eenheid waarin de concernonderdelen onder een centrale leiding organisatorisch met elkaar zijn verbonden.³⁵ Ik realiseer me dat ik hiermee niet de werkelijkheid van alle concerns schets, maar in mijn optiek gaat deze stilistische opzet voor veel concerns de facto wel op. De ondernemingsactiviteiten zijn veelal geïntegreerd en worden onderling op elkaar afgestemd. Het gaat me bovendien om het opzetten van een eenduidig analytische kader van het internationale concern dat als eenheid is georganiseerd en is opgedeeld in een veelheid van rechtspersonen. Mijn doel is te beschrijven wat de gevolgen zijn van de opsplitsing

³⁵ Hier sluit ik aan bij het groepsbegrip zoals dat is gedefinieerd in artikel 2:24c BW van het Nederlandse rechtspersonenrecht.

in rechtspersonen voor de financieringstransacties tussen de concernonderdelen binnen de economische eenheid met de bank respectievelijk de leverancier.

Een kenmerk van het concern dat ik voor ogen heb is dat de moeder feitelijk de centrale leiding heeft. Mijn aanname is dat de moeder alle aandelen in de dochtermaatschappijen in handen heeft en het bestuur van de dochters vormt of bepaalt. De moeder speelt een cruciale rol binnen het concern. De moeder maakt strategische keuzes, trekt financiering aan, gaat samenwerkingsverbanden aan en beslist over de organisatievorm binnen het concern. Het is aan de moeder om te bepalen in welke mate en onder welke omstandigheden deze van afzonderlijke rechtspersonen binnen het concern gebruik wil maken.³⁶ Daarbij ga ik ervan uit dat alle concernonderdelen kapitaalvennootschappen zijn. Het internationale karakter van het concern brengt mee dat de concernonderdelen economische activiteiten in verschillende landen uitvoeren. Ik kies er in mijn onderzoek voor om mijn analyse voor Europa te beperken tot een beschrijving van de verschillen in Nederland, het VK en Duitsland.

1.3.2 Financieringstransacties met de bank en de leverancier

Om economische activiteiten uit te kunnen voeren moeten de concernonderdelen (waaronder de moeder) contracten met andere partijen aangaan die bijvoorbeeld geld of activa leveren. Mijn keuze is om alleen te kijken naar de positie van de bank en de leverancier. Beide partijen schaar ik onder de brede term van contractuele financiers. De bank stelt geld aan het concern als economische eenheid ter beschikking. Een leverancier die op krediet levert beschouw ik eveneens als financier. Deze levert activa aan een concernonderdeel die de activa

³⁶ Bainbridge (2002, p. 27) beschrijft het bestuur binnen een rechtspersoon als centraal punt. Hij beschrijft dit als '*director primacy*' in plaats van de '*shareholder primacy*'. Zie ook Winter 2019, De Jonghe 2020 en Winter e.a. 2020 waarin de auteurs ook de nadruk leggen op de (maatschappelijke) verantwoordelijkheid van het bestuur als centrale persoon.

kan gebruiken bij de uitvoering van de economische activiteiten. De financiering van de leverancier bestaat dan uit het accepteren van een uitgestelde betaling.

In mijn beschrijving van de financiering van een internationaal concern ga ik uit van een gestileerde casus met een bank die geconsolideerde concernfinanciering³⁷ aanbiedt. Dit houdt in dat een bank een contract met de moeder sluit die van de bank verkregen geld vervolgens gebruikt voor de financiering van de concernonderdelen. De moeder gaat ‘interne’ financieringstransacties met de concernonderdelen aan. Verder ga ik ervan uit dat elk concernonderdeel als zelfstandige juridische entiteit een contract met een leverancier sluit. Daarnaast is mijn aanname dat elk concernonderdeel een rechtsverhouding met de bank heeft. Elk concernonderdeel stelt zich in mijn model hoofdelijk aansprakelijk jegens de bank voor betaling van de volledige concernschuld. Voor de leverancier betekent dit dat de bank tevens een concurrente schuldeiser is als een concernonderdeel failliet gaat. Het internationale karakter brengt verder mee dat het concern en de financiers (bank en de leveranciers) rekening moeten houden met de wetgeving uit verschillende (lid)staten. De transacties zijn daarbij juridisch ingebed in verschillende rechtsgebieden. De organisatievorm en rechtspersonenstructuur van het concern hoort tot het rechtspersonenrecht. De financieringstransactie zelf is onderdeel van het contractenrecht waarbij de partijen kunnen afspreken om zekerheden te verstrekken. De zekerheden zijn onderdeel van het goederenrecht. Daarnaast kunnen de partijen te maken krijgen met het faillissementsrecht als een concernonderdeel niet meer aan de verplichtingen voldoet.

In mijn analyse van de financiering van een internationaal concern loop ik daarmee aan tegen verschillende vormen van complexiteit: i) het concern bestaat als economische eenheid uit een hoeveelheid juridisch zelfstandige rechtspersonen

³⁷ Zie Winter 1992. Hij onderscheidt geconsolideerde concernfinanciering en paraplu krediet. Bij dit laatste financiert de bank elk concernonderdeel afzonderlijk onder een centrale faciliteit waarbij elk concernonderdeel direct een kredietrelatie met een bank aangaat.

waardoor een complexe organisatiestructuur binnen het concern kan ontstaan, ii) partijen vullen onderling zelf hun rechtsverhouding in, maar deze afspraken kunnen nadelige gevolgen hebben voor derde partijen, iii) de transacties en derdenwerking zijn in verschillende rechtsgebieden ondergebracht en iv) voor elk rechtsgebied kunnen de (lid)staten in hun rechtsordering andere afwegingen maken en v) de (lid)staten en de Europese respectievelijk federale wetgever staan in een onderlinge verhouding tot elkaar bij het vaststellen van de verschillende rechten en beïnvloeden elkaar.

Om met deze vormen van complexiteit om te gaan werk ik een analytische kader uit waarmee ik de financiering van een internationaal concern in algemene termen beschrijf. Daarbij maak ik gebruik van de inzichten uit de rechtseconomie. Het analytische kader werk ik uit in drie opeenvolgende stappen. De eerste stap is om de rechtsverhouding tussen het concern als economische eenheid en de bank respectievelijk de leverancier te beschrijven als een '*principal-agent*' relatie. In deze theorievorming gaat het om de gevolgen van een afhankelijke relatie tussen partijen. De ene partij (in casu het concern als economische eenheid) kan zich als '*agent*' opportunistisch gedragen en het eigen belang laten prevaleren boven dat van de afhankelijke partij die de gevolgen daarvan draagt. Deze laatste is dan de '*principal*', in casu de bank en de leverancier. De '*principal*' moet extra kosten maken om voldoende controle over de '*agent*' te houden om zo het eigen belang te kunnen beschermen. Er ontstaan transactiekosten, te weten '*agency-costs*'. Deze kosten zijn onder te verdelen in monitoringskosten, '*bonding-costs*' en residuele kosten.³⁸ De '*principal*' (i.c. de bank of leverancier) moet kosten maken om het handelen van de '*agent*' (het concern) te monitoren. De bank kan tevens controle houden over het concern met zekerheden waarmee het belang van het concern direct is gebonden aan het belang van de bank. Als de bank de zekerheden inroept dan kan de bank de zekergestelde activa verkopen en zich verhalen op de

³⁸ Zie hierover Jensen en Meckling 1976.

opbrengst. Het concern heeft de activa echter nodig om economische activiteiten uit te voeren en heeft er dus belang bij dat de bank de zekerheden niet inroept. Door deze gebondenheid kan de bank invloed uitoefenen. De vraag uit mijn onderzoek is of al deze ‘agency – costs’ of transactiekosten in de VS lager zijn dan in vergelijking met de genoemde landen in Europa. De tweede stap van het analytische kader is om vast te stellen dat afspraken tussen twee partijen (negatieve) gevolgen kunnen hebben voor andere partijen, zoals bij zekerheden (derdenwerking). Voor een leverancier zonder zekerheid brengt een zekerheidsrecht aan de bank mee dat zijn verhaalspositie minder is ten opzichte van dat van de bank bij een faillissement van een concernonderdeel. Voor de leverancier leidt dit tot extra risico’s en daarmee een verhoging van zijn of haar transactiekosten. De vraag is in hoeverre deze kosten opwegen tegen de voordelen van een zekerheidsnemer en in hoeverre er in de VS andere afwegingen zijn gemaakt dan in de landen in de EU.

Een derde stap in het analytische kader is om de positie van het concern als economische eenheid, de bank en de leverancier te beschrijven in termen van rechten. Ik noem dit de rechtenbenadering. Het kenmerk van een recht is het individuele karakter ervan. Een partij kan er zelf voor kiezen om een recht wel of niet te gebruiken. Op deze manier kan ik de individuele situatie van een partij beschrijven. Een rechtenbenadering biedt tevens de mogelijkheid om te abstraheren van de verschillende rechtsgebieden en het verschil in wetgeving tussen (lid)staten. Ik analyseer eerst de verdeling van de individuele rechten en vervolgens hoe deze rechten juridisch zijn verankerd in de VS en de landen in de EU. Hoe zit zo’n rechtenbenadering eruit? Het concern als economische eenheid beschrijf ik als een geheel van gebruikersrechten op activa. De concernonderdelen moeten activa kunnen gebruiken om economische activiteiten mee uit te kunnen voeren. De moeder organiseert als feitelijke beleidsbepaler deze gebruikersrechten. De bank en de leveranciers leveren gebruikersrechten op geld respectievelijk geleverde activa. In ruil daarvoor willen zij een inkomensrecht in de vorm van rente (voor de bank) respectievelijk een prijs voor de levering van de

activa (voor de leverancier). De bank en de leverancier willen met behulp van controlerechten (bijvoorbeeld zekerheden) hun eigen inkomensrechten beschermen. Met deze rechtenbenadering beschrijf ik dan de financiering van een internationaal concern als een geheel van gebruikers-, inkomens- en controlerechten (*'nexus of rights'*³⁹). In mijn onderzoek ligt de nadruk op de controlerechten. De wetgever speelt hierin een belangrijke rol, omdat deze de controlerechten wettelijk vastlegt. In internationaal verband speelt mee dat elk land mogelijk andere keuzes maakt en dat er een onderlinge verhouding is tussen de landen en de Europese respectievelijk de federale wetgever. Mijn onderzoek komt neer op een vergelijking van de controlerechten in de landen in Europa en de VS. Ik ga na of de controlerechten in de VS op een efficiëntere wijze zijn verdeeld tussen de bank en de leverancier in vergelijking met de landen in Europa.

1.4 Onderzoeksvragen en opbouw van het onderzoek

1.4.1 Onderzoeksvragen

Zoals ik al heb aangegeven ga ik met mijn onderzoek na wat de wetgevers in de EU en het VK⁴⁰ van de VS kunnen leren bij de juridische ordening van de financiering van een internationaal concern. Mijn onderzoeksvragen formuleer ik als volgt:

- 1) Kan de financiering door een bank van een concern dat in de EU grensoverschrijdend opereert meer efficiënt juridisch worden geregeld dan*

³⁹ Dit is een variant op de *'nexus of contracts'* waarbij een onderneming wordt gezien als het middelpunt van allerlei contracten. Zie bijvoorbeeld Kraakman e.a. 2017.

⁴⁰ Mijn vraagstelling gaat primair over de EU. Daar zit het VK niet bij. In mijn analyse neem ik wel de rechtsordening in het VK steeds mee, mede gelet op de lange geschiedenis van het Engelse rechtstelsel en het belang van het Engelse rechtstelsel in de wereldhandel. Zie over dit laatste ook Pistor 2019 die het Engelse recht en het recht van de staat New York beschrijft als basis voor veel internationale transacties.

nu het geval is? Hoe verhoudt zich dat tot de positie van de leverancier (leverancierskrediet)?

- 2) *Welke lessen kan de Europese Commissie trekken uit de regulering van de financiering door een bank van een grensoverschrijdend concern in de VS?*
- 3) *Welke maatregelen moet de Europese Commissie daartoe concreet voorstellen om de financiering door een bank van een concern dat in de EU grensoverschrijdend opereert efficiënter te reguleren?*

In deze vragen richt ik me tot de Europese Commissie en niet de EU. De reden is dat juist de Europese Commissie het initiatief kan nemen om met voorstellen voor Europese wetgeving te komen, aanbevelingen te doen voor aanpassing van nationale wetgeving, expertgroepen te initiëren of een marktconsultatie uit te voeren. De gezamenlijke lidstaten kunnen vervolgens kiezen om de voorstellen van de Europese Commissie over te nemen in Europese wetgeving of elke lidstaat kan de voorstellen in hun eigen wetgeving implementeren. Ik ga na welke voorstellen de Europese Commissie als beleidsvoorbereider kan voorleggen aan de lidstaten om de financiering van een internationaal concern in de EU efficiënter te maken op basis van een vergelijking met de VS. Mijn onderzoek mondt uit in een aantal aanbevelingen aan de Europese Commissie.

Uit mijn vraagstelling volgt verder dat ik me concentreer op de afspraken tussen de concernonderdelen en de bank, maar dat ik tevens inga op de positie van een leverancier. Het begrip efficiëntie brengt namelijk mee dat een afweging nodig is van de voordelen van de ene partij tegenover de mogelijk nadelen van een andere partij. Het verbeteren van de positie van de bank (bijvoorbeeld sterkere zekerheidsrechten) kan de positie van concurrente schuldeisers verslechteren (minder grote verhaalspositie). Ik beperk me in mijn onderzoek tot het belang van de bank en de leverancier. Beide zijn schuldeiser van het concern of onderdelen ervan en leveren een contractuele vorm van financiering (concernfinanciering en leverancierskrediet). Met mijn vraagstelling ga ik vooral na op welke wijze financiering efficiënter georganiseerd kan worden en daarom richt ik mij op de

belangen van deze partijen. Dat betekent dat ik de belangen van andere betrokken partijen niet direct meeweeg, zoals die van de aandeelhouders of de werknemers. Een pragmatische overweging daarbij is dat ik door deze afbakening de mate complexiteit beperk en niet hoeft in te gaan op bijvoorbeeld het arbeidsrecht. De afbakening betekent overigens niet dat ik vind dat de belangen van deze partijen minder zwaar moeten wegen. Het concern heeft alle partijen nodig om economische activiteiten te verrichten en de belangen van alle betrokken partijen zijn ten principale gelijkwaardig.⁴¹

1.4.2 Onderzoeksmethode: uitgangspunten en onderzoeksvragen per deelonderwerp

Om mijn onderzoeksvragen te beantwoorden formuleer ik een aantal uitgangspunten. Deze vormen de basis voor mijn nadere onderzoek naar de verschillen in recht van de deelonderwerpen (rechtspersonen, faillissements- of zekerhedenrecht). Een ander onderdeel van mijn onderzoeksmethodiek is dat ik bij elk deelonderwerp steeds dezelfde set aan vragen hanteer. Op die manier kan ik met een vaststaande en gestructureerde onderzoeksmethode de verschillen in recht analyseren en nagaan of de Europese Commissie transactiekosten vanwege een verschil in recht kan of zou moeten wegnemen. Met de antwoorden op de geformuleerde vragen kan ik met aanbeveling aan de Europese Commissie komen. Mijn analyse is nadrukkelijk kwalitatief van aard. Ik lever geen kwantitatieve bewijzen.⁴² Wel beredeneer ik met mijn geformuleerde vragen of er in de EU een verhoogd risico op inefficiëntie is bij de financiering van een internationaal concern in vergelijking met de VS en wat mogelijke aanbevelingen aan de

⁴¹ Ik wijs daarbij op het debat in de literatuur over een maatschappelijke zorgplicht van het bestuur van een vennootschap. Zie bijvoorbeeld Winter 2019, De Jonghe 2020 en Winter e.a. 2020.

⁴² Hier troost ik me hierbij met de gedachte van Posner (2010, p. 306) dat de economische wetenschap te ‘*wiskundig*’ is en er meer aandacht moet komen voor meer een ‘*informele*’ benadering.

Europese Commissie zijn. Hieronder staan de uitgangspunten en vragen. Bij de beschrijving van elk uitgangspunt geef ik aan in welk hoofdstuk het is onderbouwd.

1.4.2.1 Uitgangspunten van het onderzoek:

1. Afbakening betrokken partijen:

- a. Het onderzoek is beperkt tot de afweging van de belangen van i) het internationale concern (als economische eenheid), ii) de bank en iii) de leverancier. Dit uitgangspunt is onderbouwd in hoofdstuk 2.1. en hoofdstuk 3.
- b. De bank en de leveranciers zijn beschreven als financiers die een rechtsverhouding met het concern(onderdeel) aangaan (financieringstransactie). Dit uitgangspunt is onderbouwd in hoofdstuk 4.1.
- c. Het belang van de bank respectievelijk de leverancier is beschreven als een inkomensrecht van die partij vanwege het beschikbaar stellen van een gebruikersrecht op geld of activa dat die partij aan het concern|(onderdeel) geeft. De bank respectievelijk de leverancier heeft een controlerecht nodig om het eigen belang (inkomensrecht) te beschermen. Dit uitgangspunt is onderbouwd in hoofdstuk 2.2.

2. Kader voor afweging van de belangen:

- a. Er is een efficiënte verdeling van controlerechten als de voordelen voor de ene partij (bijvoorbeeld het concern of de bank) opwegen tegen de nadelen van de andere partij (bijvoorbeeld de leverancier). Dit is het compensatie-principe van Kaldor-Hicks dat een algemeen erkend economisch afwegingskader is voor de beschrijving van

efficiëntie.⁴³ Dit uitgangspunt en de onderstaande subonderdelen zijn onderbouwd in hoofdstuk 2.3.

- b. Partijen kunnen in een onderlinge onderhandeling (onderhandelingsefficiëntie) zorgen voor:
 - i. Een optimale verdeling van controlerechten of
 - ii. Het verdelen van transactiekosten vanwege een verschil in recht tussen landen (vrije rechtskeuze).⁴⁴ Dit uitgangspunt is onderbouwd in hoofdstuk 4.2.
- c. Er kunnen grenzen zijn aan de vrijheid tot onderhandelingen, vanwege:
 - i. Derdenwerking: de afspraken tussen partijen kunnen (negatieve) gevolgen hebben voor een partij die niet bij de onderhandeling betrokken is.
 - ii. ‘*Non – adjusting*’ schuldeisers: niet alle partijen zijn in staat maatregelen te nemen tegen de negatieve gevolgen van afspraken tussen andere partijen, bijvoorbeeld door verhoging van de risicopremie.
 - iii. Dwingende bepalingen van een land: een land kan in de juridische ordening bepalingen van dwingend recht vaststellen die de onderhandelingsvrijheid van partijen beperken (bijvoorbeeld vanwege derdenwerking of de

⁴³ Zie bijvoorbeeld *Mercuro en Medema 2006* voor een beschrijving van efficiëntie. In de rechtseconomische visie is het begrip efficiëntie nodig om te kunnen bepalen op welke manier transactiekosten moeten worden verdeeld. Vanuit een juridisch perspectief is een afweging tussen de voor- en nadelen voor verschillende partijen nodig om na te gaan welke keuzes (bijvoorbeeld in wetgeving) gerechtvaardigd zijn. Het is veelal de wetgever die deze keuze maakt en de rechter die op basis van de afweging van de wetgever een geschil in een concreet geval moet beslechten.

⁴⁴ Zie hierover ook *Pistor 2019* die aangeeft dat een vrije rechtskeuze een groter effect heeft op het eenduidige gebruik van rechtsstelsels dan moeizame multilaterale onderhandelingen over uniformering van recht.

bescherming van ‘*non – adjusting*’ schuldeisers). Dit uitgangspunt is onderbouwd in hoofdstuk 5.2.3.

3. Institutioneel kader

- a. Een land kan in de juridische ordening kiezen voor het verankeren van een controlerecht, omdat dit land de belangen van bepaalde partijen zwaarder of minder zwaar weegt.⁴⁵ Als de landen hierin verschillende keuzes maken ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht. In de juridische ordening van de VS zijn verschillende onderdelen van de juridische ordening uniform. Dit uitgangspunt is onderbouwd in hoofdstuk 5.1. en 5.2.
- b. De landen opereren in een institutionele omgeving waarbij bevoegdheden tot het maken van keuzes in de juridische ordening zijn verdeeld tussen landen of (lid)staten en de federale overheid in de VS respectievelijk de Europese wetgever (de gezamenlijke lidstaten).⁴⁶

1.4.2.2 Onderzoeks(sub)vragen voor vaststellen en beoordelen verschil in recht

Hieronder beschrijf ik de set aan vragen die de basis van mijn onderzoeksmethodiek vormen. Het doel van deze vragen is om op een

⁴⁵ Zie hierover de bijdrage van Smits 2009 over de wenselijkheid van harmonisatie in het consumentenrechten. Hij wijst erop dat preferenties tussen landen kunnen verschillen. Een voordeel hiervan kan zijn dat landen van elkaar kunnen leren (zie hoofdstuk 5.2.). Zie de oudere, maar wel interessante analyse van Faure en De Smedt 2001 over de noodzaak van harmonisatie in het milieurecht. Zij geven aan dat een verschil in recht niet per se inefficiënt is. Het kan nodig zijn dat een land zelf regels in een juridische ordening vaststelt omdat de wetgever in dat land de regels het beste kan aan laten sluiten bij de preferenties van de inwoners van dat land. Harmonisatie is efficiënt als de voordelen ervan opwegen tegen de nadelen.

⁴⁶ Zie hierover bijvoorbeeld Sjøfjell 2009 die ingaat op de verdeling van machten tussen de nationale en Europese wetgevers. In zijn analyse legt hij vooral de nadruk op het doel dat bereikt moet worden en de keuze voor het juiste instrument.

gestructureerde wijze na te gaan welke verschillen in recht er zijn (uitgedrukt in controlerechten) en hoe die verschillen in recht (of controlerechten) zijn te beoordelen. De set aan onderzoeksvragen splits ik op in twee delen. Het eerste deel van de vragen is erop gericht vast te stellen wat de rechtseconomische achtergrond is van de controlerechten en op welke wijze de controlerechten op hoofdlijnen zijn ingebed in de juridische ordening van de verschillende landen of (lid)staten. Het resultaat hiervan is dat inzichtelijk wordt wat de verschillen in recht op hoofdlijnen zijn. De volgende set aan onderzoeksvragen is bedoeld om de verschillen in recht te analyseren. De hoofdvraag bij deze set is in hoeverre de verschillen in recht zijn te rechtvaardigen en in hoeverre het mogelijk en wenselijk is de transactiekosten vanwege een verschil in recht weg te nemen of te verlagen.

Blokken van onderzoeks(sub)vragen over het vaststellen verschil in recht

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In welke mate zijn er verschillen in recht tussen de landen in de EU mede in vergelijking met de juridische ordening in de VS?
- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?
- In welke mate ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht?

Blok van onderzoeks(sub)vragen over de beoordeling verschil in recht

Het resultaat van het bovenstaande is dat inzichtelijk is wat de rechtseconomische onderbouwing is van de controlerechten en in welke mate er op hoofdlijnen verschillen in recht ontstaan. De vraag is vervolgens in hoeverre die verschillen in recht leiden tot transactiekosten vanwege een verschil in recht. Voor een deel kunnen de partijen onderling afspraken maken over de verdeling van die transactiekosten. In het internationale privaatrecht van een land of (lid)staat of in het Europese recht zijn in sommige rechtsgebieden (bijvoorbeeld contracten- of rechtspersonenrecht) mogelijkheden tot vrije rechtskeuze. De partijen kunnen in dat geval kiezen voor een eenduidig toepasselijke recht voor hun rechtsverhouding dat voor die partijen leidt tot de laagste transactiekosten. In dat geval zorgen de partijen er zelf voor dat de transactiekosten vanwege een verschil in recht voor hen per saldo zo laag mogelijk zijn. Dit is een vorm van onderhandelings-efficiëntie zoals ik dat bij de uitgangspunten al formuleerde.

In sommige rechtsgebieden zijn geen of beperkte mogelijkheden voor vrije rechtskeuze, zoals in het faillissements- of zekerhedenrecht. Als landen of (lid)staten hier verschillende keuzes maken in hun juridische ordening dan ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht. Om die verschillen in recht te beoordelen gebruik ik het beoordelingskader zoals dat is ontwikkeld in het Europese recht. Dit is het beoordelingskader dat het HvJ gebruikt om te beoordelen of een beperking in het vrije verkeer van kapitaal, goederen, werknemers of de vrijheid van vestiging aantast. Dit zijn vrijheden die in het VWEU zijn vastgelegd om de interne markt te waarborgen. Een eerste stap in dit beoordelingskader is om vast te stellen of een verschil in recht leidt tot een belemmering van het handelsverkeer tussen de landen. In de woorden van mijn onderzoek: zijn er transactiekosten vanwege een verschil in recht. Het uitgangspunt in het Europese recht is dat een lidstaat niet elke belemmering hoeft weg te nemen. Een belemmering kan zijn gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang. De voorwaarde is wel dat de belemmering effectief is en proportioneel. Dit beoordelingskader gebruik ik om met vaste stappen verschillen

in recht te analyseren. Dit is een beproefde methode om het recht als zodanig te beoordelen. In het Nederlandse bestuursrecht hebben de Adv. Gen. Widdershoven en Wattel van de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State ervoor gepleit het Europese beoordelingskader een vaste methodiek moet zijn voor het beoordelen van besluiten van Nederlandse overheden.⁴⁷

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre kunnen partijen met een vrije rechtskeuze de transactiekosten vanwege een verschil in recht verdelen?
- In welke mate leidt het verschil in recht tot een belemmering van de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal, goederen of een aantasting van de vrijheid van vestiging?
- In welke mate zijn de verschillen in recht die een inbreuk van het vrije verkeer veroorzaken gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert, is de maatregel van een land geschikt en proportioneel?

Conclusie: Aanbevelingen Europese Commissie

Als uit het beoordelingskader volgt dat er geen goede reden is voor de belemmering dan moet een lidstaat de belemmering wegnemen. Het gevolg is dat de verschillen in recht voor dit onderdeel wegvallen. Een andere optie is dat de belemmering wel voldoet aan het beoordelingskader en de het verschil in recht kan blijven bestaan. De laatste stap in mijn analyse die ik maak is te onderzoeken het toch wenselijk is, mede in vergelijking met de juridische ordening in de VS, te komen tot een uniforme regeling op dit onderdeel. Uiteindelijk kan ik afsluiten met

⁴⁷ Conclusie van de Adv. Gen. Widdershoven en Wattel van 7 juli 2021 (ECLI:NL:RVS:2021:1468). De Afdeling onderschrijft dat het beoordelingskader een rol kan spelen in de beoordeling van besluiten, maar gaat niet zo ver dat een bestuursrechter elk besluit categorisch aan het beoordelingskader moet toetsen (Afdeling van 2 februari 2022 (ECLI:NL:RVS:2022:285)).

mogelijke aanbevelingen voor de Europese Commissie. Het bovenstaande leidt ertoe dat ik de volgende set aan onderzoeksvragen ga hanteren.

1.4.3 Opbouw van het onderzoek

De beantwoording van mijn vragen en de onderbouwing van mijn stellingen werk ik uit in drie delen. In het eerste deel zet ik mijn analytisch kader uiteen. In hoofdstuk 2 begin ik met een beschrijving van de relatie tussen het internationale concern als eenheid en de bank respectievelijk de leverancier als ‘*agent – principal*’. In dit hoofdstuk onderbouw ik dat afspraken tussen partijen niet alleen gevolgen hebben voor de partijen zelf, maar tevens de verhaalspositie van anderen kunnen aantasten, zoals bij zekerheden. Er is derdenwerking. Verder werk ik in dit hoofdstuk de rechtenbenadering uit waarmee ik de positie van de partijen in termen van gebruikers-, inkomens- en controlerechten omschrijf. In dit hoofdstuk geef ik eveneens een uitleg over het efficiëntiebeprip van Kaldor – Hicks en mogelijke alternatieven. Ik beschrijf efficiëntie als een afwegingskader om de voor- en nadelen voor de betrokken partijen te analyseren. In hoofdstuk 3 richt ik mij tot het concern als financieringssubject. Het concern presenteer ik hier als economische eenheid en ik ga in op het belang van de rol van de moeder als feitelijke beleidsbepaler binnen een concern. In hoofdstuk 4 is de financieringstransactie zelf het onderwerp van de analyse. In de eerste plaats kleur ik met de inzichten vanuit de financieringsliteratuur de transactie zelf in. In de tweede plaats kijk ik in dit hoofdstuk naar het internationale karakter van de transactie. Hier geef ik aan hoe partijen het toepasselijke contractenrecht kunnen vaststellen en welk recht van toepassing moet zijn als de partijen zelf geen rechtskeuze maken. In hoofdstuk 5 verschuif ik mijn blik naar de wetgever die op grond van een belangenafweging de rechten van de partijen vaststelt. In dit hoofdstuk kijk ik naar de rolverdeling tussen de landen en de Europese respectievelijk de federale wetgever.

In deel II ga ik in op onder andere het rechtspersonen- en faillissementsrecht en in deel III het zekerhedenrecht. Elk hoofdstuk bouw ik op dezelfde wijze op en

behandel ik de onderzoeksvragen zoals ik hierboven heb geformuleerd. In het begin van elk hoofdstuk geef ik vanuit een rechtseconomisch perspectief meer achtergrond bij een rechtsgebied. Vervolgens beschrijf ik kort en globaal een aantal kenmerken van de rechtsorde binnen dat rechtsgebied van de verschillende landen. Deze beschrijving is nadrukkelijk niet bedoeld als een uitputtende en diepgravende analyse van het rechtsgebied. De beschrijving van de rechtsgebieden is bedoeld om aan te geven in hoeverre er op hoofdlijnen verschillen in recht zijn tussen de landen. Vervolgens ga ik in op de vraag hoe om te gaan met de transactiekosten die ontstaan vanwege een verschil in recht. Daarbij ga ik in op de wijze waarop de partijen het toepasselijke recht kunnen bepalen en in welke mate de partijen rechtskeuze hebben. Daarna beschrijf ik in hoeverre er een rechtvaardiging van algemeen belang om de verschillen in recht te verklaren en of de verschillen geschikt en proportioneel zijn.

In deel II ga ik in op de organisatievorm van het internationale concern. De nadruk ligt op een analyse van het internationale rechtspersonenrecht en de regelingen in de verschillende landen voor herstructurering. Ik begin in hoofdstuk 6 met een beschrijving van de verantwoordelijkheden van de moeder als bestuurder van de rechtspersonen en als moeder die feitelijk het beleid van een concern bepaalt. Vervolgens beschrijf ik in hoofdstuk 7 de mogelijkheden van een moeder om in internationaal verband zelf het toepasselijke rechtspersonenrecht van de concernonderdelen te kiezen. In dit hoofdstuk geef ik tevens inzicht in mogelijke fiscale motieven van een moeder bij het opzetten van rechtspersonen in het concern. In hoofdstuk 8 verleg ik het perspectief naar een rechtseconomische beschrijving van rechtspersonen binnen een concern. In dit hoofdstuk ga ik na waarom het efficiënt is om een rechtspersoon binnen een concern op te zetten. Deel II sluit ik in hoofdstuk 9 af met een beschrijving van het internationale faillissementsrecht en mogelijke herstructurering bij een internationaal concern.

In deel III beschrijf ik de controlerechten in internationaal verband, oftewel de zekerheden. Ik presenteer eerst de rechtseconomische overwegingen bij het stellen van zekerheden en ga daarna in op mogelijke verschillen in wetgeving tussen

landen. In hoofdstuk 10 beperk ik me tot de verhouding tussen de zekerheidsgeven en -nemer. Ik geef aan op welke manier de zekerheidsnemer controle over activa kan houden en hoe dat in de verschillende landen juridisch is geregeld. In hoofdstuk 11 beschrijf ik de positie van een derde partij die door een zekerheid geraakt wordt. Dit hoofdstuk gaat over de wijze waarop wetgevers met dit belang rekening hebben gehouden in hun wetgeving, bijvoorbeeld door het verschaffen van transparantie over zekerheden. In dit hoofdstuk beschrijf ik tevens de positie van bestaande schuldeisers waarbij ik een overzicht geef van de verschillende regelingen in de wetgeving van de landen voor de regelingen ter voorkoming van benadeling van bestaande schuldeisers. In hoofdstuk 12 kijk ik naar een bijzonder controlerecht, te weten de zekerheid op vorderingen. Dit is een sterk zekerheidsrecht waarmee een zekerheidsnemer controle over de kasstromen van de concernonderdelen kan krijgen. Deel III sluit ik in hoofdstuk 13 af met een analyse over zekerheden binnen een concern en dan met name de gevolgen van concerngaranties en de daaraan verbonden hoofdelijke aansprakelijkheid door de concernonderdelen. Tevens behandel ik in dit hoofdstuk de juridische gevolgen van ‘interne’ financiering binnen een concern en zekerheden op aandelen.

1.4.4 Afsluiting onderzoek en Brexit

Dit onderzoek heb ik afgerond in de winter van 2022/2023. Een relevante ontwikkeling in de jaren dat ik met dit onderzoek bezig was, was de Brexit met als gevolg dat het VK niet meer tot de EU behoort en dus geen lidstaat meer is. In mijn analyse van het recht heb ik de rechtsorde van het VK wel betrokken. De gevolgen van de Brexit heb ik in mijn onderzoek niet verwerkt. De aanbevelingen die ik richt op de Europese Commissie zijn dus niet meer van belang voor zover het gaat om het VK tenzij de EU hierover afspraken met het VK maakt. Toch denk ik dat mijn analyse nog wel steeds relevant is. Voor een belangrijk deel kijk ik immers naar de juridische ordening van de landen zelf. Voor het VK heb ik gekeken naar het Engelse recht. Daarnaast gaat een deel van mijn analyse over de mogelijkheid

van vrije rechtskeuze op grond van het IPR. Daarnaast gaat een deel van mijn analyse over de afspraken die gelden vanuit het IPR. Voor een deel ligt de regelgeving over het toepasselijke recht vast in Europese verordeningen. Ook bij een Brexit zullen de EU en het VK beide baat hebben bij duidelijke afspraken over het toepasselijke recht. Het kan zijn dat de dat de EU en het VK vergelijkbare afspraken hierover maken en dat vastleggen in een nieuw op te zetten verdrag of bestaande verdragen erkennen.⁴⁸ Een ander deel van mijn analyse gaat over de bepalingen van de interne markt en dan in het bijzonder de bepalingen van het vrije verkeer van bijvoorbeeld kapitaal⁴⁹ of de vrijheid van vestiging. Ook hier kunnen de EU en het VK met elkaar afspreken hoe zij omgaan met de bepalingen over het vrije verkeer en welke rechter kan gaan oordelen over eventuele geschillen hierover.

⁴⁸ Zo geldt het Verdrag van Rome nog steeds voor het bepalen van het toepasselijk recht voor internationale overeenkomsten. Zie artikel 222 van de Handels- en Samenwerkingsovereenkomst van 30 april 2021 (*PbEU* 2021, L 149/11).

⁴⁹ Bij de vrijheid van kapitaal gaat het om beperkende maatregelen die niet-ingezetenen van een lidstaat (bijvoorbeeld uit het VK) ervan doen afzien om in een bepaalde lidstaat investeringen te doen of ingezetenen ontmoedigen in andere staten investeringen te doen (HvJ van 21 juni 2018, zaak C-480/16 (Fidelity Funds) en HvJ van 26 mei 2016, zaak C-48/15 (Belgische Staat vs. NN (L) International SA). Zie ook artikel 215 van de Handels- en Samenwerkingsovereenkomst van 30 april 2021 (*PbEU* 2021, L 149/11) waar staat dat de EU en het VK vrije verkeer van kapitaal toestaat met het oog op de liberalisering van bepaalde investeringen en andere transacties.

DEEL I ANALYTISCH KADER

2 Efficiëntie bij financieringstransacties

2.1 *Contractuele verhoudingen bij financiering van een internationaal concern*

2.1.1 Rechtsverhoudingen tussen partijen

In mijn onderzoek staan de contractuele financieringstransacties centraal tussen de financier (bank en de leverancier) en het concern als economische eenheid (de onderneming). De financier gaat een rechtsverhouding aan met het concern als geheel (bij concernfinanciering) of met een concernonderdeel (de leverancier). Er ontstaan rechtsverhoudingen of contracten tussen partijen. Ik heb het dan over contracten in economische zin en nog niet zozeer over de juridische inbedding van de contracten in bepaalde rechtsgebieden. Dat komt later. Posner definieert een contract als een *'legal relationship between two or more parties, each of whom is required to yield or transfer legal entitlements for the benefit of the other (or others)'*.⁵⁰ Het doel van het contract is om de transactie te faciliteren.⁵¹ In het contract staan de activiteiten die elke partij moet verrichten en welke prestaties daar tegenover staan. Bij bancaire financiering verplicht de bank zich geld aan het concern beschikbaar te stellen in ruil voor het betalen van rente en aflossing door de moeder. Bij financiering via leverancierskrediet verplicht de leverancier zich om bepaalde goederen of diensten aan een concernonderdeel te

⁵⁰ Zie Posner 2011, p. 5. Zie Webster 2009, p. 335 voor een beschrijving van een contract waarbij hij aangeeft: *'contract law is extremely complex'*. Zie ook Hart en Moore 2008 die een contract omschrijven als een bundel van rechten en verplichtingen. Zij beschrijven dat een contract functioneert als een referentie bij het handelen van partijen. Partijen kunnen ervoor kiezen om de letter van een contract na te leven of te handelen in de geest van het contract.

⁵¹ Zie Kronman en Posner 1979, p. 2 die het geheel van transacties omschrijven als een markt die zij zien als een *'locus of opportunities for mutual advantageous exchanges'*. Zie Alchian 1977 die het proces beschrijft hoe transacties tot stand komen. Zie ook Teulings, Bovenberg en Van Dalen 2005.

leveren en gaat ermee akkoord de tegenprestatie (betalen van de prijs) later te ontvangen, eventueel verhoogd met een risicopremie. Met het contract leggen de partijen hun overeenstemming vast over de wijze waarop zij hun onderlinge rechten en plichten verdelen.⁵² De functie van het contract is het beschrijven, verdelen en beheersen van risico's⁵³ met als doel om de kosten van monitoring- en nakoming van transacties te verlagen.⁵⁴

Het sluiten van het contract heeft als gevolg dat partijen in een afhankelijke verhouding tot elkaar komen te staan. Deze afhankelijkheid is een thema dat is uitgewerkt in verschillende rechtseconomische theorieën, zoals de '*new institutionalised economics*' en de '*property rights economics*'.⁵⁵ De oorsprong van de stroming ligt bij Coase⁵⁶ die wilde weten waarom überhaupt

⁵² Dit sluit aan bij de visie over de '*modern contract theory*' zoals bijvoorbeeld beschreven door Dalhuisen 2007, p. 249 - 254. Contracten worden vaak gesloten tussen grote organisaties waarbij de contracten vooral bedoeld zijn om ervoor te zorgen dat iedereen binnen een organisatie weet welke afspraken zijn gemaakt.

⁵³ Zie Posner 2007, p. 99 die vijf functies van contracten benoemt: 1) voorkomen van opportunistisch gedrag, 2) '*gap – filling*' in contractuele rechtsverhoudingen, 3) afstraffen van fouten, 4) verdeling van de risico's en 5) het verlagen van de kosten van geschillenoplossing.

⁵⁴ Hansmann en Kraakman 2002, p. 383.

⁵⁵ Zie Williamson 2002. Hij verdeelt de economische wetenschap in een stroming over de '*science of choice*' (klassieke economie over prijswerking) en '*science of contracts*'. Dit laatste is weer onderverdeeld in publieke ordening (constitutionele economie) en private ordening. In dit laatste is er een onderscheid in theorieën over het inbouwen van prikkels in een contract ('*agency theory*' en '*property rights economy*') en theorieën over '*governance*'. Zie ook Bolton en Dewatripont 2005 voor een overzicht van de verschillende fasen in de theorievorming.

⁵⁶ Zie Coase 1937. Hij wees erop dat de neoklassieke visie op de onderneming geen antwoord geeft op de vraag naar het ontstaan en de organisatie van ondernemingen. Foss benadrukt dat de visie van onder andere Coase een fundamentele uitbreiding zijn van de neoklassieke theorie en niet zozeer een aanval. Furubotn en Richter (1991, p. 1) geven eveneens aan dat de kritiekpunten op de neoklassieke onderneming niet zijn bedoeld om de neoklassieke theorie onderuit te halen, maar om een nadere detaillering van het ondernemingsbegrip te geven. Zie ook Coase 1992 waarin hij een overzicht van zijn theorievorming geeft. Zie ook Bolton en Dewatripont 2005, p. 498 e.v.

ondernemingen of organisaties bestaan. Zijn verbazing vloeide voort uit de toenmalige visie dat alle transacties via de ‘markt’ tot stand kwamen. Coase merkte op dat een onderneming per definitie geen markt is, maar een gesloten en afgebakende organisatiestructuur. Een verklarende factor voor het bestaan van ondernemingen was volgens hem dat aan transactiekosten zijn verbonden, bijvoorbeeld om de juiste partij te vinden (zoekkosten) of om na te gaan of de andere partij zich aan de afspraken houdt (monitoringskosten). Partijen moeten daarbij tevens in acht nemen dat de ene partij meer informatie kan hebben dan een andere en deze informatievoorsprong voor zijn of haar eigen belang kan gebruiken (informatie-asymmetrie). Williamson⁵⁷ is verder ingegaan op de onderlinge verhouding tussen partijen. Zijn stelling is dat partijen in onderlinge rechtsverhoudingen rekening moeten houden met opportunistisch handelen van de andere partij. Dit opportunistisch handelen is omschreven als een bewuste actie van één van de partijen die het eigen belang wil laten prevaleren ten koste van het belang van de andere partij.⁵⁸ Het is niet zozeer dat alle partijen in een rechtsverhouding zich opportunistisch gedragen, maar dat vooraf dit risico op opportunistisch gedrag niet is uit te sluiten. Partijen moeten er daarom rekening mee houden bij het aangaan van een rechtsverhouding. Er is wel kritiek op dit wantrouwen van Williamson. Zo wijst Barzel⁵⁹ erop dat opportunisme nauwelijks is te onderzoeken en daarom niet waardevol is. Verder zouden er voldoende contractuele mogelijkheden zijn om opportunistisch gedrag te voorkomen.⁶⁰ Hart⁶¹ wuift de kritiekpunten weg en geeft fijntjes aan dat er altijd een risico op opportunistisch handelen is waardoor transactiekosten ontstaan. Ik sluit me hierbij

⁵⁷ Williamson 1979.

⁵⁸ Zie Williamson 1979, p. 234. In voetnoot 3 geeft hij een definitie van opportunistisch gedrag: ‘*self-interested behavior that involves some element of guile, deception, misrepresentation or bad faith*’.

⁵⁹ Barzel 1997, p. 14.

⁶⁰ Zie Sykuta 2010, p. 44 – 46.

⁶¹ Hart 1995.

aan en ga ervan uit dat er risico is op opportunistisch gedrag in de rechtsverhoudingen tussen de concernonderdelen en de bank respectievelijk de leverancier.

De afhankelijkheden tussen partijen en het bijbehorende risico op opportunistische gedrag binnen een rechtsverhouding kunnen leiden tot het zogenoemde ‘*hold up*’ probleem.⁶² Dit houdt in dat de ene partij de andere partij in de greep kan houden bij bijvoorbeeld eventuele heronderhandelingen.⁶³ Dit risico is groter naarmate een partij meer afhankelijk is van de andere partij. In deze visie moet een afhankelijke partij meer rekening houden met mogelijk opportunistisch gedrag van de andere partij dan een partij die in een dominantere positie zit. Williamson gebruikt het voorbeeld van een machine die op maat is gemaakt waarbij een ondernemer volledig afhankelijk is van de expertise van de leverancier.⁶⁴ De ondernemer kan zonder de machine geen economische activiteiten uitvoeren, maar heeft niet de expertise om de machine bijvoorbeeld te repareren. Dat kan alleen de leverancier die daarmee in feite een bilaterale monopoliepositie heeft en daarmee een grote onderhandelingskracht. De partijen kunnen vooraf proberen om afspraken te maken over bijvoorbeeld de kosten van de reparatie. Toch kunnen zich altijd situaties voordoen die vooraf niet zijn voorzien. De leverancier kan zijn monopoliepositie gebruiken en er ontstaat een ‘*hold up*’ probleem. Er is een vacuüm in de rechtsverhouding. Het gevolg van dit ‘*hold up*’ probleem kan zijn dat een ondernemer ex ante voorzichtig is bij het nemen van investeringsbeslissingen bijvoorbeeld bij de aanschaf van nog een tweede machine. Dit kan volgens Hart uiteindelijk leiden tot ongewenste onderinvesteringen.⁶⁵ Een oplossing voor een ondernemer kan zijn om het

⁶² Hart 1995, p. 87. Zie ook Bolton en Dewatripont 2005.

⁶³ In de woorden van Williamson (1971, p. 117) zijn de partijen ‘*locked into a bilateral exchange (that) will lead to individually opportunistic behavior and joint losses.*’

⁶⁴ Zie Williamson 1979, p. 269 – 296. Hij heeft het over idiosyncratische activa.

⁶⁵ Hart 1995. Zie ook Bolton en Dewatripont 2005.

eigendom, en dus de zeggenschap, over de machine te verwerven en de expertise binnen de onderneming te organiseren. De ondernemer is niet meer afhankelijk van de leverancier en kan volledig zelf beslissen. Op deze manier ontstaan ondernemingen als organisatorische eenheden met een ondernemer die de zeggenschap en expertise binnen de organisatie heeft.

2.1.2 Invulling van de rechtsverhoudingen in contracten

De rechtsverhouding tussen de partijen krijgt uiteindelijk vorm in een contract in economische zin. Contracten zijn echter imperfect.⁶⁶ Dit houdt in de partijen in hun contract de risico's nooit helemaal kunnen voorkomen. Het is niet altijd mogelijk om in het contract vooraf de voorwaarden en prestaties volledig uit te schrijven en alle risico's uit te werken. De wereld is nu eenmaal complex en onvoorspelbaar. De transactiekosten van het schrijven van een contract zijn disproportioneel hoog als partijen over al het denkbare vooraf alle afspraken schriftelijk volledig willen vastleggen waarbij de afspraken bovendien voor beide partijen acceptabel moeten zijn.⁶⁷ Laat staan dat partijen daarbij afspraken kunnen maken over onvoorspelbare risico's. Posner⁶⁸ wijst in dit verband nog op het onderscheid tussen risico's en onzekerheden. Bij risico's kunnen partijen met mathematische modellen de kansen en effecten inschatten. Veelal is de bank hierin specialist en heeft een belang om in rekenmodellen te investeren om de risico's te beheersen. Niet alle gevolgen zijn echter te berekenen, omdat de toekomst nu eenmaal onvoorspelbaar is. Er is sprake van onzekerheid. Uiteindelijk moeten partijen in hun onderlinge rechtsverhoudingen, en dus in hun contracten, een manier vinden om met opportunistisch gedrag, risico's en onzekerheden om te

⁶⁶ Hart 1995 heeft het over de theorie van de '*incomplete contracts*'. Hart 2017 (p. 1749) erkent wel: "*There is as yet no tractable, widely agreed upon, theory of incomplete contracts*". De theorievorming heeft volgens hem wel waardevolle inzichten gegeven.

⁶⁷ Zie Hart 1995, p. 23 die de verschillende argumenten op een rij zet.

⁶⁸ Zie Posner 2010, p. 31 en p. 295.

gaan. Hiervoor zijn verschillende mogelijkheden waarbij verschillende soorten contracten worden onderscheiden: 1) standaard-, 2) samenwerkings- of 3) relationele of institutionele contracten.⁶⁹ Bij standaardcontracten ligt de nadruk op de beschrijving van de (eenmalige) prestaties en de nakoming ervan. Denk aan het leveren van pennen op een bepaalde datum. In deze contracten is de relatie tussen de partijen niet van belang, omdat de prestaties over het algemeen eenmalig zijn en bovendien goed zijn te omschrijven. Het contract is bedoeld om nakoming van de prestaties af te dwingen. Het kenmerk van samenwerkingscontracten is dat partijen voor een langere tijd een rechtsverhouding met elkaar aangaan voor meer dan één prestatie waarbij de partijen weten dat de onderlinge prestaties vooraf niet volledig zijn te omschrijven. Om eventuele geschillen op te lossen kunnen partijen vooraf een besluitvormingsprocedure en een geschillenregeling (bijvoorbeeld arbitrage) afspreken.⁷⁰ De meest vergaande vorm van een contract zijn de organisatorische verbanden, oftewel het relationele of institutionele contract. De oprichters van bijvoorbeeld een BV stellen dit contract op in de vorm van de statuten. Deze statuten zijn niet meer bedoeld om een te behalen doel vast te stellen, maar om een duurzame samenwerking van een organisatie te faciliteren. Er is sprake van een organisatiecontract waarbij de betrokken partijen zijn onderworpen aan de institutionele procedures en interne besluitvormingsprocessen, zoals die in de statuten zijn opgenomen. Een rechtspersoon is een institutioneel samenwerkingsverband dat is aan te merken als een ‘*mini-samenleving*’.⁷¹ Het samenwerkingsverband als institutie staat centraal en niet de intentie van de

⁶⁹ Zie voor een uitleg Williamson 1979. Hij gebruikt zelf de indeling 1) klassieke, 2) neoklassieke en 3) institutionele contracten.

⁷⁰ Zie ook Williamson 1979, tabel op p. 253 en Williamson 2002.

⁷¹ Zie ook Van Schilfgaarde/ Winter/ Wezeman en Schoonbrood 2017 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV 2022* die de rechtspersoon zien als een deelrechtsorde en als zelfstandig juridisch systeem deel uitmaakt van een meeromvattend systeem. Zie tevens Bratton 1989 die de interne structuur van een onderneming ziet als een ‘*little government*’.

partijen die het contract hebben gesloten. Williamson⁷² maakt daarbij nog een onderverdeling in verschillende soorten geïnstitutionaliseerde contracten, te weten de verticaal geïntegreerde organisaties (*'unified governance'*) en het partnerschap (*'bi-lateral governance'*). Het kenmerk van de eerste vorm is dat er een hiërarchische en autoritaire controle is van één ondernemer die eenzijdig beslissingen kan nemen. Bij partnerschappen ligt de zeggenschap in handen van meerdere partijen. In mijn onderzoek beperk ik mij tot de eerste vorm en ga ik uit van een centrale leiding. Bij een concern is dit de moeder.

Financiering van een internationaal concern kan ik daarmee omschrijven als een bundel van verschillende contracten. Het concern is als economische eenheid een institutioneel contract, oftewel een organisatievorm. Jensen en Meckling beschrijven de onderneming als een centraal punt waar al deze contractuele relaties samenkomen als een *'nexus of contracts'*.⁷³ In mijn onderzoek is het concern als economische eenheid dan de *'nexus of contracts'*. Het kenmerk van een concern is echter dat deze bestaat uit verschillende rechtspersonen waarbij elk concernonderdeel steeds zelf een *'nexus of contract'* vormt. Het is altijd een moeder of een concernonderdeel dat een contract met een bank of een leverancier aangaat. Daarnaast heeft een concernonderdeel een rechtsverhouding met een aandeelhouder, in casu de moeder. De concernonderdelen hebben zelf onderling eveneens rechtsverhoudingen die ik beschrijf als *'interne'* contracten. Het concern is dus een complexe *'nexus of contracts'*.

Hansmann zet in zijn de uitwerking van zijn organisatietheorie de rechtspersoon centraal die hij beschrijft als een coöperatieve organisatiestructuur (*'cooperate'*). Het kenmerk van een dergelijke coöperatieve vorm is dat aan de organisatie verschillende groepen (*'patrons'*) van partijen contractueel zijn

⁷² Zie Williamson 1971 en Williamson 1979.

⁷³ Jensen en Meckling 1976. Zie ook Bainbridge 2002.

verbonden.⁷⁴ Deze ‘*patrons*’ zijn de klassen van partijen met homogene belangen, zoals de aandeelhouders, banken, leveranciers, werknemers en consumenten. De vraag die in de rechtseconomie centraal staat is welke groep van ‘*patrons*’ het beste in staat is om opportunistisch gedrag van bijvoorbeeld een bestuurder of een moeder te controleren. Dit kunnen aandeelhouders zijn, maar banken en leveranciers kunnen hier net zo goed een rol spelen. Triantis en Daniels noemen dit een ‘*interactive cooperate governance*’ waarbij banken, naast de aandeelhouders, een belangrijke rol hebben in bijvoorbeeld de monitoring van de organisatie.⁷⁵ In deze organisatietheorieën gaat het vooral om de rol die een partij kan spelen in de onderlinge verhouding met een concern(onderdeel) met als doel om opportunistisch gedrag (en daarmee onnodige transactiekosten) te verminderen. Voor de bank en de leverancier is in deze benadering met name de vraag hoe zij de risico’s en de transactiekosten beperken die ontstaan of kunnen ontstaan door opportunistisch handelen van de moeder in het concern.

2.1.3 Verhouding als ‘*principal – agent*’

Een manier om de contractuele rechtsverhouding tussen het concern(onderdeel) en de bank respectievelijk de leverancier te beschrijven is als een relatie tussen een ‘*principal*’ en een ‘*agent*’. De theorievorming gaat over twee of meer partijen die in een afhankelijke rechtsverhouding tot elkaar staan waarbij de ‘*agent*’ iets moet doen voor de ‘*principal*’. Het uitgangspunt is dat de ‘*principal*’ de economische en financiële gevolgen van de rechtsverhouding draagt. Jensen en Meckling noemen het kenmerk van een ‘*agency-relatie*’ dat een

⁷⁴ Hansmann 2014. Zie ook Bolton en Dewatripont 2005, p. 489 binnen de organisatietheorie een onderscheid maken tussen de wijze waarop de besluitvorming binnen een organisatie is geregeld en de wijze waarop controlerechten worden verdeeld.

⁷⁵ Triantis en Daniels 1995.

bepaalde zeggenschap van de ene partij naar de ‘agent’ overgaat.⁷⁶ Als de bank ter uitvoering van het financieringscontract het geld overmaakt naar de moeder dan krijgt de moeder de feitelijke zeggenschap over het geld. Hetzelfde geldt bij het leveren van de goederen of diensten door de leverancier. Een concernonderdeel kan de geleverde goederen of diensten al gebruiken. Zolang het concernonderdeel de afgesproken prijs niet betaalt is de leverancier afhankelijk van het handelen van dit concernonderdeel. De moeder of het concernonderdeel heeft als ‘agent’ een informatievoorsprong⁷⁷ en bevindt zich in een positie om opportunistisch te handelen. De moeder of het concernonderdeel weet over het algemeen eerder dan de bank en de leverancier wanneer zich onvoorziene omstandigheden voordoen en heeft bijvoorbeeld meer zicht op veranderingen in de marktomstandigheden.

Er zijn verschillende vormen van ‘principal – agent’ verhoudingen. Kraakman e.a.⁷⁸ wijzen op drie voorbeelden. Een eerste voorbeeld is de relatie tussen het bestuur van een rechtspersoon en de aandeelhouders. Dit is het klassieke voorbeeld met als uitgangspunt dat de aandeelhouder als ‘principal’ het management aan het bestuur als ‘agent’ delegeert. Het bestuur heeft een informatievoorsprong, omdat het dagelijks met de onderneming bezig is en kan ten koste van het belang van de aandeelhouder in zijn eigen belang gaan handelen. In een concern zoals ik dat voor ogen heb is de moeder aandeelhouder en bestuurder van elk concernonderdeel. Daarom laat ik de verdere invulling van de ‘principal – agent’ verhouding tussen de moeder en een concernonderdeel in mijn onderzoek buiten beschouwing. De ‘agency’ problematiek tussen aandeelhouder en bestuur komt in mijn model vooral tot uiting in de verhouding tussen het bestuur van de moeder en haar

⁷⁶ Jensen en Meckling 1976 geven aan dat ‘...agency cost arise in any situation involving cooperative effort by two of more people’. Zie tevens Kraakman e.a 2017, p. 29: ‘...in particular, almost any contractual relation, in which one party (the ‘agent’) promises performance to another (the ‘principal’) is potential subject to an agency problem.’

⁷⁷ Zie Stiglitz 2003 die onderzoek heeft gedaan naar de gevolgen van informatie asymmetrie.

⁷⁸ Kraakman e.a. 2017.

aandeelhouders. Op deze verhouding ga ik in mijn onderzoek niet in. Als tweede voorbeeld wijzen Kraakman e.a. op de verhouding tussen de aandeelhouders onderling en dan met name tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders. De minderheidsaandeelhouder is afhankelijk van het handelen van de meerderheidsaandeelhouder die niet altijd handelt in het belang van de minderheidsaandeelhouder en dit belang zelfs kan schaden. Kraakman e.a. beschouwen dit als een onderlinge afhankelijkheid tussen ‘*principals*’, oftewel een ‘*multiple-principal-conflict*’.⁷⁹ Ook deze rechtsverhouding doet zich niet voor binnen het model van het concern dat ik in mijn onderzoek voor ogen heb. Mijn uitgangspunt is dat de moeder alle aandelen in handen heeft. Deze verhouding tussen aandeelhouders laat ik buiten beschouwing.⁸⁰ Een derde voorbeeld van Kraakman e.a. is de verhouding tussen de rechtspersoon en de partijen waar de rechtspersoon een contract mee aangaat, zoals met de leverancier en de bank. De bank en leveranciers zijn de ‘*principals*’ die beide een contract met een concernonderdeel (of onderdelen) hebben gesloten die dan als ‘*agent*’ is aan te merken. Zolang deze partijen een vordering op een concernonderdeel hebben bestaat een mate van afhankelijkheid en is sprake van een ‘*principal – agent*’ relatie. De bank en de schuldeisers hebben geen directe invloed op de werkwijze binnen het concern en hebben onvoldoende zicht op het handelen van de moeder. In mijn onderzoek gaat het vooral om deze rechtsverhouding. Het kenmerk van deze verhouding als ‘*principal – agent*’ is dat er transactiekosten zijn, bijvoorbeeld doordat de ‘*principal*’ het handelen van de ‘*agent*’ moet monitoren om het eigen belang te dienen. Dit zijn ‘*agency – costs*’ die ik in mijn onderzoek centraal zet waarbij ik kijk naar de transactiekosten bij de financiering van een concern. De

⁷⁹ Kraakman e.a. 2009, p. 36 en Kraakman e.a. 2017, p. 30.

⁸⁰ Zie Posner 2007, p. 420. Hij beperkt het ‘*agency – problem*’ tot de organisatievorm binnen een rechtspersoon en breidt het niet uit tot de externe (klassieke) contractuele relaties. Volgens hem bestaat hier geen controleprobleem, omdat alle risico’s zijn verdisconteerd in de prijsafspraken. In voetnoot 2 wijst hij wel op potentiële bilaterale monopolieproblemen bij elke contractuele relatie.

vraag is of deze kosten in de VS lager zijn dan in de EU of op een betere manier zijn verdeeld.

2.1.4 Rol van de wetgever bij het verlagen van de ‘agency – cost’

De wetgever kan een belangrijke rol spelen bij het verlagen of herverdelen van de ‘agency-costs’. Kraakman e.a. beschrijven twee strategieën die een wetgever kan volgen.⁸¹ De eerste is de ‘governance strategy’ met als nadruk de regulering ten behoeve van de ‘principal’. Deze strategie is bedoeld ‘to facilitate the principals’ control over their agents behavior’. Een andere term hiervoor is ‘principal – empowering’. Voorbeelden zijn zekerheidsrechten of besluitvormingsrechten van aandeelhouders die het bestuur kunnen ontslaan en een nieuw bestuur kunnen benoemen. Een andere mogelijkheid om de controle van de ‘principals’ vorm te geven zijn via zogenoemde ‘bonding mechanism’ waar Jensen en Meckling op wijzen.⁸² Dit is een manier om ervoor te zorgen dat de belangen van de ‘agent’ en de ‘principal’ aan elkaar zijn gekoppeld. Een voorbeeld zijn aandelenopties die onderdeel van de beloning van bestuurders kunnen vormen. De bestuurders hebben een eigen belang om de beurskoers van aandelen zo hoog mogelijk te houden en daarmee te handelen in het belang van de aandeelhouders. Een ander voorbeeld zijn zekerheden waarmee de zekerheidsnemer een belang in de activa van een rechtspersoon krijgt. De zekerheidsnemer kan deze activa uit eigen beweging gaan verkopen en zich de opbrengst toe-eigenen. De zekerheid leidt ertoe dat de bestuurder tevens afhankelijk wordt van het handelen van de zekerheidsnemer. Een zekerheid is daarmee een ‘highly effective bonding

⁸¹ Kraakman e.a. 2017, 31 – 32. Zie ook tabel 2.1. pagina 32 van Kraakman e.a. 2017 voor een overzicht van de strategieën en voetnoot 13.

⁸² Jensen en Meckling 1976, voetnoten 9 en 10 die aangeven dat de mate van controle een manier is om ‘agency-costs’ te beschrijven.

*mechanism*⁸³ waar uiteindelijk ook een concern(onderdeel) een voordeel bij kan hebben. Het bestuur wil immers voorkomen dat de zekerheidsnemer het zekerheidsrecht gaat uitoefenen en zal op een zorgvuldige manier een risicoafweging maken en de belangen van de zekerheidsnemer afwegen. De zekerheid is daarmee een *'self-limiting constraint'*.⁸⁴

Een tweede strategie voor een wetgever om *'agency-costs'* te verminderen is via de *'regulatory strategy'*. De wetgever kiest dan voor *'agent-constraining'* en reguleert het handelen van de *'agent'*. Een voorbeeld is het jaarrekeningenrecht waarbij de *'agent'* verplicht is om informatie beschikbaar te stellen zodat de *'agent'* een minder grote informatievoorsprong heeft op de *'principal'*. De *'principals'* hebben geen directe controlemogelijkheden, maar kunnen de *'agent'* wel dwingen zich te houden aan de eisen uit de wet, bijvoorbeeld via het Nederlandse enquêterecht. Deze controlemogelijkheden zijn daarmee indirect van aard. In mijn onderzoek leg ik de nadruk op de eerstgenoemde strategie, die van de *'principal empowering'*.

⁸³ Zie Scott 1997, p. 1450 die tevens de psychologische voordelen voor een zekerheidsnemer beschrijft van dergelijke controlemechanismen. Volgens Scott zullen ondernemingen zich alleen met een dergelijke *'hostage'* inlaten als dat daadwerkelijk nodig is. Zie ook de interessante analyse van Baird en Rasmussen 2006 die ingaan op de mate van controle van banken binnen een onderneming via uitgebreide contracten en convenanten. Zij schrijven: *'The lending agreement contains many affirmative and negative covenants that give the lender the facto control over every aspect of the business. Moreover, the complete control the lender has over the debtors' cash flow gives the lender veto power over every course of action, whether internal to the corporation or outside it'* (p. 1227). Zie ook Bolton en Dewatripoint 2005, p. 521 e.v. die wijzen op de verdeling van zeggenschap tussen de verschaffers van eigen vermogen (als het goed gaat) en de verschaffers van vreemd vermogen (die zeggenschap overnemen als het fout gaat). Triantis 2013 (p. 2045) heeft het over *'contingent control rights en renegotiation'* als belangrijke onderdelen van een contract als *'toolkit'* om transactiekosten te verminderen. Zie ook Shishido 2014, p. 18.

⁸⁴ Scott 1997, p. 1450. Zie ook Bolton en Dewatripoint 2005

2.1.5 Onderlinge verhouding tussen schuldeisers

Tot nu toe heb ik het alleen gehad over de directe rechtsverhouding tussen het concern of een concernonderdeel met een bank respectievelijk een leverancier. De bank en de leverancier hebben alleen met het concernonderdeel of -onderdelen te maken waar zij een rechtsverhouding mee aangaan. De bank en de leverancier hebben echter indirect ook met elkaar te maken. In de woorden van Kraakman e.a. staan alle schuldeisers als ‘*multiple-principals*’ tot elkaar.⁸⁵ De concurrente schuldeisers zijn een homogene groep die als ‘*patron*’ met het concern als economische eenheid zijn verbonden. Een andere homogene groep zijn de zekerheidsnemers. Net als bij aandeelhouders kunnen zich binnen elk van deze groepen het ‘*multiple – principal*’ zich voordoen. Dit betekent dat er kosten van coördinatie tussen de schuldeisers kunnen ontstaan. Deze kosten komen vooral tot uiting bij een faillissement en zelfs al in de aanloop tot een faillissement. Alle concurrente schuldeisers hebben als ‘*principal*’ in beginsel een gelijkwaardige aanspraak op de failliete boedel waarbij de concurrente schuldeisers als collectief de positie van de bestuurder kunnen overnemen. In het faillissementsrecht is geregeld hoe dergelijke processen bij faillissement moeten lopen met als doel om deze coördinatiekosten te optimaliseren (zie hoofdstuk 9). De onderlinge transactiekosten tussen schuldeisers kunnen al in de aanloop van een faillissement ontstaan. Een bestaande schuldeisers die een faillissement voorziet kan proberen een afspraak met een concernonderdeel te maken om de eigen vordering eerst te laten betalen. Dit kan leiden tot een onrechtmatige benadeling van de andere schuldeisers. Ik kom hier in hoofdstuk 11 op terug bij de bespreking van de *actio pauliana*. Verder kan een schuldeiser bij het aangaan van een rechtsverhouding met een concernonderdeel als afspreken om bij een faillissement een relatief gunstige positie ten opzichte van de andere schuldeisers te krijgen, bijvoorbeeld met

⁸⁵ Kraakman e.a 2009, p. 36 en 121 – 123. Zij geven aan dat dergelijke verhoudingen relatief complex zijn.

zekerheden. De vorderingsrechten van de zekerheidsnemers gaan bij een faillissement in rang voor op de vorderingsrechten van de andere schuldeisers. Het is aan de moeder in haar hoedanigheid als bestuurder van een concernonderdeel en een zekerheidsnemer om dergelijke afspraken te maken. De afspraken hebben echter wel gevolgen voor de verhaalspositie van een andere schuldeiser. Als gevolg van een zekerheid heeft deze schuldeiser immers een minder grote aanspraak op de failliete boedel. Dit betekent dat zekerheden een extern of derdenwerking hebben.⁸⁶ De zekerheden komen in deel III aan de orde.

Voor mijn onderzoek betekent dit dat ik mij niet kan beperken tot een analyse van de directe rechtsverhouding tussen een concernonderdeel en een financier. Ik moet tevens kijken naar de onderlinge verhoudingen tussen schuldeisers waaruit mogelijke transactiekosten voortvloeien als gevolg van het ‘*multiple – pincipal*’ probleem. Daarnaast moet ik ingaan op de gevolgen van afspraken tussen partijen voor derde-partijen zoals bij zekerheden.

2.2 *De rechtenbenadering als algemeen begrippenkader*

2.2.1 Redeneren vanuit juridische rechten

In de paragrafen hiervoor ging het steeds om een analyse van de verhouding tussen partijen. In deze paragraaf beschrijf ik de individuele positie van elke partij, te weten het concern als economische eenheid, de bank en de leverancier. De positie van elke partij beschrijf ik in termen van individuele rechten. Dit noem ik de rechtenbenadering. Jensen en Meckling⁸⁷ geven aan dat een specificatie van individuele rechten een manier is om de verdeling van de transactiekosten te beschrijven. Coase heeft er in 1960 al voor gepleit om vanuit rechten te

⁸⁶ Zie Coase 1960 en Posner 2011, p. 28 – 30. Posner wijst erop dat ‘*virtual every transaction cause third party effects*’. Webster 2009, p. 165 omschrijft de externe effecten als de situatie waarin een derde partij positief of negatief wordt geraakt door een transactie.

⁸⁷ Jensen en Meckling 1976.

redeneren.⁸⁸ Met gespecificeerde rechten kunnen partijen in onderhandelingen beter afspraken maken over bijvoorbeeld prijzen van externe effecten. Een bekend voorbeeld is een fabrikant die bij een rivier is gevestigd. Deze fabrikant zit stroomopwaarts en vervuult het water in de rivier. Stroomafwaarts zit een bierbrouwer die schoon water nodig heeft voor de productie van bier. Beide partijen willen het water uit de rivier gebruiken. Als de rivier publiek eigendom is dan worden de kosten van het vuile water niet meegenomen in de prijs van water. De fabrikant heeft geen prikkel om het water voldoende schoon te houden voor de bierbrouwer. Webster⁸⁹ beschrijft dit als een ‘*missing market*’ voor het gebruik van water. Om dit externe effect op te lossen zijn er verschillende mogelijkheden. Zo kan een wetgever de fabrikant verplichten om het water schoon te houden of milieubelasting te heffen ter hoogte van de schade. Een andere oplossing is volgens Coase om ‘*property rights*’ oftewel eigendomsrechten te specificeren zodat de partijen een prikkel hebben om een prijs voor het water uit te onderhandelen.⁹⁰ Als het eigendomsrecht van het water in de rivier bijvoorbeeld aan de fabrikant toebehoort dan zal de fabrikant zuiver water aan de brouwerij willen verkopen, om zo extra kasstromen te behalen. De brouwerij wil echter wel een bepaalde kwaliteit van het water en wil niet meer dan een redelijke prijs betalen. Als de brouwerij het eigendom van het water heeft dan zal de fabrikant een recht moeten kopen om het

⁸⁸ Coase 1960, p. 44. Zie Barzel 1997, p. 7 voor een korte uitleg. Klein 2010 geeft aan dat Coase voornamelijk is geïnteresseerd in de allocatie van gebruikersrechten (‘*Coasean bargain*’). Webster 2009, p. 167 definieert de stelling van Coase als ‘*the assignment of well-defined property rights will result in a socially efficient allocation...*’ Zie Foss 2010, p. 93 die aangeeft dat Coase met zijn stellingen de denktrant het economische denken behoorlijk heeft uitgebreid en verfijnd. Zie ook Teulings, Bovenberg en Van Dalen 2005 die het Coase-theorema uitwerken en de grenzen van dit theorema beschrijven.

⁸⁹ Zie Webster 2009, p. 167.

⁹⁰ Zie ook Ekelund en Hébert 1990, p. 405. Zij geven aan dat de stelling van Coase neerkomt op het oplossen van de externe effecten doordat de wetgever een ‘*proper assignment of liabilities*’ geeft. Hierdoor kan de overheid zonder verder in te grijpen externe effecten oplossen.

water te mogen vervuilen. Door de verdeling van ‘*property rights*’ tussen de partijen ontstaat een markt voor het gebruik van water en worden de kosten van de externe effecten in onderlinge onderhandeling verdeeld tussen de verschillende gebruikers.

In de rechtseconomie is het belang van (eigendoms)rechten uitgewerkt in de ‘*property rights*’ theorie. Het eigendom is een manier om ongewenste afhankelijkheden met andere partijen te voorkomen.⁹¹ Volgens Hart geeft het eigendomsrecht een ‘*residual control right*’ op economische activa.⁹² Bij onduidelijkheden of eventuele heronderhandeling (‘*hold up*’ probleem) geeft het eigendomsrecht aan de eigenaar de doorslaggevende beslissingsbevoegdheid.⁹³ Dit sluit aan bij de definitie van Goode die het eigendom beschrijft als residuele rechten gekoppeld aan activa voor zover de rechten niet aan anderen zijn gegeven. Hiermee heeft de eigenaar een absoluut belang in de activa⁹⁴ en is daarmee niet meer afhankelijk van anderen. Alchian⁹⁵ definieert ‘*property rights*’ als rechten die een eigenaar tegenover andere partijen in kan zetten. Doordat de rechtspersoon eigendomsrechten heeft vallen de onderhandelingskosten lager uit.⁹⁶ De bestuurder van de rechtspersoon kan dan immers geheel zelfstandig beslissen over de inzet van de economische activa⁹⁷ en hoeft niet steeds opnieuw te onderhandelen. Het eigendom is daarmee een manier om transactiekosten te verlagen.⁹⁸

⁹¹ Zie Grossman en Hart 1986. Zie ook Bolton en Dewatripoint 2005.

⁹² Hart 1995 p. 30 en Hart 2017, p. 1732. Zie ook Bolton en Dewatripoint 2005

⁹³ Zie bijvoorbeeld Hart 1995, p. 30, voetnoot 4: ‘*The owner is allowed to exclude all, and is accountable to no one*’

⁹⁴ Goode 2010, p. 34 – 37.

⁹⁵ Alchian 1977, p. 130.

⁹⁶ Hart en Moore 1990. Zie ook Bolton en Dewatripoint 2005

⁹⁷ Demsetz 1967, p. 347. Zie ook Bolton en Dewatripoint 2005

⁹⁸ Posner en Weyl 2018 geven daarentegen aan dat eigendom wel leidt tot een (soms te) sterke monopoliepositie van de eigenaar.

2.2.2 Financiering concern als geheel van gebruikers-, inkomens- en controlerechten

In de rechtenbenadering die ik voor ogen heb beschrijf ik de contractuele financieringstransacties van bank en de leverancier met een concernonderdeel in termen van gebruikers-, inkomens- en controlerechten met de nadruk op de laatste categorie. Voor de bank en de leverancier zijn de controlerechten nodig om hun eigen belang te beschermen. Deze rechten zijn een middel om het opportunistisch handelen van de moeder te voorkomen. Eerder in dit hoofdstuk heb al aangegeven dat ik naga op welke wijze de transactiekosten vanwege opportunistisch handelen kunnen worden verlaagd. Om deze rechten ligt de nadruk op de controlerechten. Een beschrijving van deze rechten komt later in deze paragraaf.

Laat ik beginnen met een beschrijving van het inkomensrecht. De bank en de leverancier hebben recht op betaling door een concernonderdeel in ruil voor de prestatie die zij leveren. Zij hebben een recht op betaling door het concernonderdeel. Dit inkomensrecht genereert daarmee een inkomen voor de bank of de leverancier. Dit noem ik het inkomensrecht. Dit recht kan eenmalig zijn, bijvoorbeeld bij de levering van activa door een leverancier. Na betaling (op termijn) van de prijs door een concernonderdeel is het inkomensrecht voldaan. Deze eenmalige transacties kunnen zich uiteraard wel herhaaldelijk voordoen. De leverancier wil immers blijven leveren en zal dat in steeds weer nieuwe transacties blijven doen. De leverancier heeft dus belang bij herhaaldelijke inkomensrechten. De inkomensrechten kunnen eveneens periodiek van aard zijn, bijvoorbeeld bij de maandelijkse betaling van de rente door de moeder aan de bank. Er kunnen verschillende manieren zijn waarop een inkomensrecht juridisch is ingebed. Het inkomensrecht kan contractueel zijn vastgelegd, zoals bij de betaling van de prijs aan de leveranciers, de rente aan de bank, een vergoeding voor lease of huur. Het inkomensrecht van de aandeelhouder is geregeld in het rechtspersonenrecht (als recht op uitkering van de winst en verdeling van vermogen bij ontbinding). De

partijen met een inkomensrecht willen voorkomen dat de moeder zich door opportunistisch handelen hun inkomensrecht in gevaar brengt.

Het tweede recht dat ik bespreek is het gebruikersrecht. Dit is een recht dat het concernonderdeel ontleent aan de prestatie van de bank of de leverancier. Een leverancier levert bijvoorbeeld bepaalde goederen of diensten aan een concernonderdeel. Op de positie van de bank kom ik later terug. Een concernonderdeel moet de geleverde activa kunnen gebruiken om geld mee te verdienen. Met andere woorden: het concernonderdeel moet gebruikersrechten op bepaalde activa hebben om economische activiteiten mee uit te kunnen voeren. Het uitvoeren van een economische activiteit betekent dat een concernonderdeel een goed of een dienst aan een afnemer aanbiedt tegen betaling van een inkomensrecht aan het concernonderdeel als tegenprestatie.⁹⁹ De verzamelde inkomensrechten zijn de kasstromen die een concernonderdeel ontvangt. Met deze kasstromen kan een concernonderdeel de inkomensrechten van de leverancier en de bank betalen. Een concernonderdeel moet dus gebruikersrechten organiseren om economische activiteiten uit te kunnen voeren. Om een leverancier of een bank over te halen om een gebruikersrecht beschikbaar te stellen moet het concernonderdeel een inkomensrecht betalen. Het concern(onderdeel) kan het inkomensrecht betalen zolang de inkomende kasstromen voldoende zijn. Als de kasstromen echter (tijdelijk) onvoldoende zijn, bijvoorbeeld bij de start, uitbreiding van economische activiteiten of bij tijdelijke tegenvallende resultaten dan kan het concern geld aantrekken om daarmee de inkomensrechten van andere partijen (bijvoorbeeld leveranciers) te kunnen betalen. Dit betekent dat een concernonderdeel tevens een gebruikersrecht over geld nodig heeft. Er zijn verschillende partijen die dit gebruikersrecht op geld kunnen leveren, zoals de bank, aandeel- of obligatiehouders. In het hoofdstuk over financiering kom ik hierop terug.

⁹⁹ De onderneming wordt in de neoklassieke visie beschreven als de verdisconteerde waarde van de toekomstige marginale winsten of kasstromen. Zie bijvoorbeeld Blanchard en Fischer 1989, p. 275 – 319 of Klaassen en Hoogendoorn 2004, p. 109.

Alle concernonderdelen moeten beschikken over gebruikersrechten als een concernonderdeel economische activiteiten uit wil voeren. Het concern als economische eenheid is daarmee het geheel van gebruikersrechten waarbij de moeder al deze gebruikersrechten organiseert. De moeder heeft daarbij verschillende mogelijkheden om de gebruikersrechten juridisch vorm te geven. Dit kan met een eigendomsrecht of een contractueel gebruikersrecht (huur en lease).¹⁰⁰ Bij het inzetten van personeel kan de moeder of het bestuur kiezen voor een arbeidscontract¹⁰¹ of het tijdelijk inhuren van arbeid voor een bepaalde periode of project. Voor de gebruikersrechten over geld kan de aandeelhouder die kapitaal beschikbaar stelt een eigendomsrecht beschikbaar stellen waarmee het aandelenkapitaal als eigen vermogen onlosmakelijk onderdeel van de kapitaalvennootschap is. Bij bancaire financiering krijgt het concern een contractueel gebruikersrecht over het geld.¹⁰² In ruil hiervoor moet de onderneming, ongeacht de kasstromen, het inkomensrecht (rente) aan de bank betalen. De bank heeft echter tevens belang bij het terugkrijgen van het geld (aflossing) en wil daarom naast de betaling van het inkomensrecht tevens het gebruikersrecht op termijn weer terug.

De beschreven rechten geven de belangen en afhankelijkheden van de verschillende partijen weer. Zonder gebruikersrechten kan het concern(onderdeel) geen economische activiteiten uitvoeren en krijgt het geen kasstromen binnen. Partijen stellen gebruikersrechten beschikbaar om inkomensrechten te verwerven. Het beschikbaar stellen van een gebruikersrecht loopt in de tijd echter niet altijd

¹⁰⁰ Een handelsonderneming die activa doorverkoopt heeft geen gebruikersrecht nodig op de te verhandelen activa. Een handelsonderneming is eigenlijk een tussenpersoon die nodig is om het gebruikersrecht op de activa bij de eindgebruiker te krijgen.

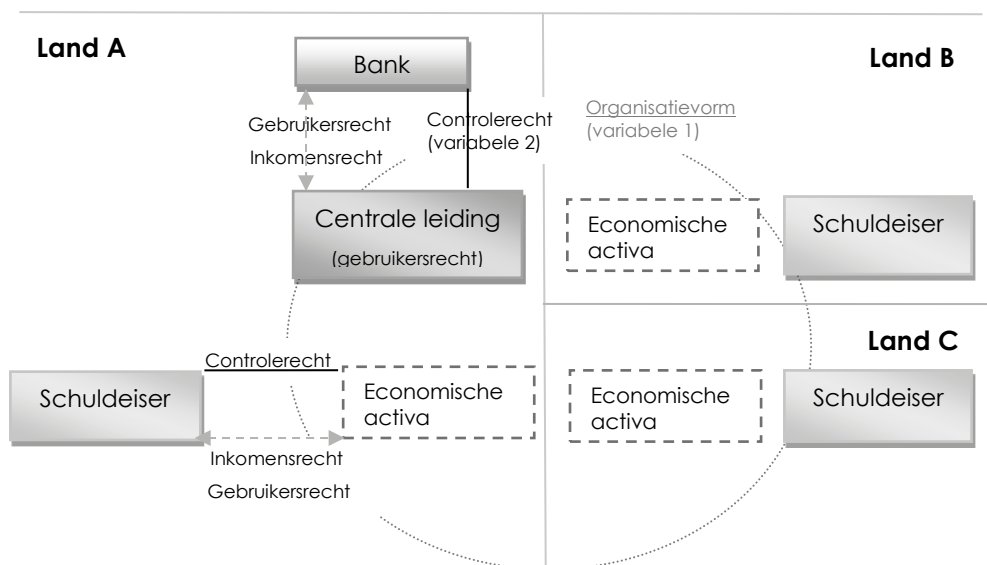
¹⁰¹ Zie Piketty 2014, p. 62. Hij beschrijft eveneens het gebruik van fysiek en menselijk kapitaal. Hij benadrukt echter dat hier een onderscheid nodig is en dat arbeid niet als eigendom kan worden gezien, tenzij er sprake is van slavernij.

¹⁰² Feitelijk huurt of leaset de bank het geld aan de onderneming. Zie Barzel 1989, p. 45 met een soortgelijk standpunt.

synchroon met het moment van het betalen van het inkomensrecht. Bovendien willen sommige partijen het door hun beschikbaar gestelde gebruikersrecht op termijn weer terug. Dit leidt tot spanning in de rechtsverhouding. Om hun positie te verbeteren willen de bank en de leverancier tevens controlerechten. Deze rechten zijn nodig om de betaling van hun inkomensrecht af te dwingen of zeker te stellen dat de gebruikersrechten terugkeren.¹⁰³ Het is echter vaak niet mogelijk om alle schuldeisers vergelijkbare controlerechten te geven. Een hypotheekrecht is alleen zinvol voor de eerste hypotheekhouder. De tweede hypotheekhouder heeft een minder sterke verhaalspositie en rekent hiervoor een hogere risicopremie. De controlerechten zijn schaars. Het is aan de moeder in haar hoedanigheid als bestuurder van de concernonderdelen om de controlerechten te verdelen. Als het concern in sterkere mate afhankelijk is van een bepaalde schuldeiser dan heeft deze een sterke onderhandelingspositie en kan een relatief sterk controlerecht uitonderhandelen. Het concern heeft zelf een groot belang in de relatie met deze partij en is eerder bereid controlerechten te geven. De relatieve afhankelijkheid tussen schuldeisers kan daarmee een verklarende factor zijn voor de wijze waarop de moeder de controlerechten verdeelt. De moeder zal een eigendomsvoorbehoud geven aan een leverancier als deze de activa echt nodig heeft of de activa op maat zijn gemaakt en er geen andere aanbieders zijn. In economisch slechte tijden kan de bank weer een betere onderhandelingspositie hebben, omdat de moeder geld nodig heeft.

¹⁰³ De reden van een moeder om controlemogelijkheden te verdelen hangt mede af van de kredietwaardigheid van de groep, oftewel het risico op opportunistisch gedrag. Als dit risico klein is dan zullen partijen weinig of geen controlemogelijkheden verlangen. Dit geldt bijvoorbeeld bij grote internationale concerns, zoals AKZO-Nobel, DSM, Philips, Shell met een hoge kredietwaardigheid. Deze concerns hebben een reputatie hoog te houden en hebben geen belang om contracten niet na te komen. Niet-nakoming kan leiden tot een afwaardering van de beoordeling van de kredietwaardigheid met als direct gevolg een hogere risicopremie. Bij dergelijke concerns hebben schuldeisers geen controlerechten nodig.

De bovenstaande rechtenbenadering vormt de basis voor mijn onderzoek waarmee ik naga hoe controlerechten, als middel om het opportunistisch handelen van de moeder te verminderen, bij de financiering van een internationaal concern in de EU zijn verdeeld in vergelijking met de VS. Een complicatie voor de bank en de leverancier is dat het concern als economische eenheid in verschillende rechtspersonen is opgedeeld. Een toenemend aantal rechtspersonen kan leiden tot extra risico's en daarmee additionele transactiekosten. Voor een bank die concernfinanciering verschaft controlerechten wil over de activa van alle concernonderdelen en mogelijk ook controle over de concernonderdelen als geheel. Dit kan door de concernonderdelen hoofdelijk aansprakelijk te stellen voor de betaling van de concernschuld of met een zekerheidsrecht op de aandelen die de moeder houdt in de concernonderdelen (zie hoofdstuk 13). Een andere complicatie in internationaal verband is dat er verschillende wetgevers zijn die het rechtspersonenrecht en het privaatrecht vaststellen en invulling geven aan de controlerechten. De analyse over de financiering van een internationaal concern kan ik daarmee als volgt schematisch weergeven:



Figuur 2.1: schematische weergave financiering van een internationaal concern

2.3 Afwegingskader voor efficiëntie

2.3.1 Efficiëntie volgens Kaldor – Hicks

Eerder in dit hoofdstuk had ik het over de verhouding tussen de partijen als ‘*principal – agent*’ en de positie van elke partij in termen van (controle)rechten. De manier waarop economen de belangen tussen de verschillende partijen afwegen komt tot uiting in het begrip efficiëntie. In het kort komt dit begrip neer op een analyse van de voor- en nadelen voor elke partij bij een bepaalde verdeling van controlerechten. Het biedt een afwegingskader voor een keuze voor een eventuele (her)verdeling van controlerechten. In mijn onderzoek ga ik na of de transactiekosten bij de verdeling van controlerechten zoals die nu in de VS in wetgeving is opgenomen per saldo lager zijn dan in vergelijking met de EU. Vervolgens kijk ik in hoeverre er in de EU een herverdeling van de controlerechten mogelijk is waardoor de transactiekosten in de EU per saldo lager uitvallen. Het efficiëntiebegrip is daarmee een instrument bij het maken van een keuze voor een herverdeling van controlerechten in de EU.

Het efficiëntie-begrip komt uit de economische wetenschap. Posner¹⁰⁴ benadrukt dat juist deze wetenschap is bedoeld om een oordeel te kunnen vellen over een wijziging van een bepaalde situatie. In de economische wetenschap gaat het niet om het geven van een waardeoordeel over bestaande wetgeving. Vanuit het doel van de wetgever geredeneerd kan de economische wetenschap een theoretische basis bieden om consequenties van keuzes in kaart te brengen. Mercurio en Medema geven een heldere uitleg van het economische efficiëntiebegrip.¹⁰⁵ Zij beschrijven twee begrippen, te weten het Pareto-

¹⁰⁴ Posner 2007, p. 14.

¹⁰⁵ Zie Mercurio en Medema 2006, p. 29.

optimum¹⁰⁶ en het compensatieprincipe van Kaldor – Hicks.¹⁰⁷ Bij het eerste criterium is sprake van efficiëntie als in ieder geval één van de betrokken partijen in een betere situatie komt door een bepaalde wijziging onder voorwaarde dat de wijziging een andere partij niet in negatieve zin raakt. Het criterium komt erop neer dat elke wijziging efficiënt is zolang er iemand beter van wordt en niemand slechter. Als er geen wijziging meer mogelijk is om iemand in een betere positie te krijgen dan betekent dit dat er een Pareto – optimum is bereikt. Posner¹⁰⁸ nuanceert het Pareto-optimum. Volgens hem zijn er nauwelijks Pareto – optima mogelijk. Elke wijziging in recht heeft negatieve gevolgen voor derden. Mercurio en Medema¹⁰⁹ beamen dit en merken op dat op grond van het Pareto-criterium nooit een wijziging in het recht plaats kan vinden. Om die reden is een alternatief criterium voor efficiëntie ontwikkeld, te weten het compensatieprincipe, oftewel het Kaldor-Hicks-criterium.¹¹⁰ Dit criterium komt erop neer dat een wijziging welvaartsverhogend is als bepaalde partijen hier beter van worden onder de voorwaarde dat de ‘winnaars’ de ‘verliezers’ in hypothetische zin kunnen compenseren. Een wijziging in de juridische ordening is efficiënt als de theoretische compensatie (‘verlies’) van degene die nadeel ondervindt lager is dan de ‘winst’ van degene die voordeel behaalt. De baten van de wijziging moeten opwegen tegen de kosten ervan.¹¹¹ Als geen wijzigingen meer mogelijk zijn

¹⁰⁶ Zie bijvoorbeeld Kagami 2006, p. 22.

¹⁰⁷ Volgens Mercurio en Medema 2006, p. 27 vormen deze twee begrippen de basis van de *Law & Economics*. Zie Kaldor 1939 en Hicks 1939.

¹⁰⁸ Posner 2007, p. 13.

¹⁰⁹ Mercurio en Medema 2006, p. 26.

¹¹⁰ Volgens Mercurio en Medema 2006, p. 26 staat het criterium van Kaldor – Hicks gelijk aan een kosten-baten analyse (KBA). Volgens Posner 2007, p. 13 hanteren negen van de tien economen het Kaldor – Hicks principe.

¹¹¹ Mercurio en Medema 2006, p. 26. Het is niet nodig dat de compensatie daadwerkelijk wordt betaald. Het komt neer op een argumentatie dat de winst van de ene partij in principe groot genoeg is om het verlies van een ander te kunnen compenseren.

waarbij de ‘*winst*’ pers saldo hoger is dan ontstaat een optimale juridische ordening.

De nadruk op efficiëntie is overigens niet zonder discussie. Mercurio en Medema¹¹² beschrijven dat het begrip niet in elke economische stroming aan de basis ligt, zoals in de *Institutional law & economics*. De nadruk van de analyse in deze stroming is vooral de wijze waarop rechten in een wetgevingsprocedure tot stand komen. Het wetgevingsproces is een samenkomst van wetgevers, lobbyisten en belangengroepen die in samenspraak tot een herverdeling van rechten kunnen komen. Een wijziging van rechten betekent in deze visie niets meer en minder dan een herverdeling van de transactiekosten die gebaseerd is op een nieuwe belangenafweging zoals die is gemaakt in een wetgevingsprocedure. Volgens Samuels bestaat geen uniek evenwicht, maar alleen bundels van rechten die kunnen veranderen.¹¹³ Dit is ook uit het uitgangspunt van mijn onderzoek. Mijn uitgangspunt is een bestaande verdeling van controlerechten zoals die in de juridische ordening van de EU en de VS is vastgelegd. Met mijn onderzoek kijk ik of een herverdeling van controlerechten in de EU bij de financiering van een internationaal concern nodig is om tot een meer efficiënte verdeling van transactiekosten te komen. Een herverdeling is efficiënt als de voordelen voor één van de partij opwegen tegen de nadelen voor een andere partij. Hiermee onderbouw ik een mogelijke herverdeling van de controlerechten op basis van het principe van Kaldor – Hicks. In mijn onderzoek kwantificeer ik de voor- en nadelen overigens niet. Ik beperk me tot kwalitatieve argumenten waarbij ik na ga waar mogelijke (in)efficiënties zich voor kunnen doen. Hooguit kan ik de kans inschatten dat een bepaalde herverdeling van controlerechten efficiënt is.

¹¹² Mercurio en Medema 2006 beschrijven dat het vooral de *Chicago-school* (waaronder Posner) en de ‘*New Institutionalised Economy*’ een nadruk leggen op efficiëntie.

¹¹³ Samuels 2007, p. 23 -24.

2.3.2 Efficiëntie bij onderhandelingen tussen partijen

2.3.2.1 Efficiëntie bij onderlinge onderhandelingen

Een uitgangspunt in mijn beoordeling over efficiëntie is dat partijen in hun onderhandelingen als beste zelf kunnen beoordelen hoe zij hun transactiekosten onderling verdelen. Dit sluit aan bij de analyse van Posner over het begrip efficiëntie waarin hij de partijautonomie van partijen centraal stelt.¹¹⁴ Zijn stelling is dat er per definitie sprake van efficiëntie als partijen een transactie met elkaar aangaan. De partijen doen dit alleen als beide partijen hier beter van worden. De onderlinge afspraken zijn optimaal en er is geen herverdeling van de kosten mogelijk. De partijen zijn het immers zelf eens over de verdeling van de transactiekosten. Volgens Posner leiden onderlinge afspraken per definitie tot Pareto-efficiëntie. Ik haal deze zienswijze van Posner aan als het ‘*consent – argument*’.¹¹⁵ Dit uitgangspunt komt op een aantal plekken terug in mijn onderzoek. In de discussie over de vrijheid van rechtskeuze bij contracten (zie hoofdstuk 4) ga ik er bijvoorbeeld vanuit dat de partijen onderling het beste in staat zijn om te bepalen welk recht op hun contractuele relatie van toepassing is en welke partij het risico op vreemd recht moet dragen. Een ander voorbeeld is de discussie over herstructurering (zie hoofdstuk 9). Om de herstructurering van een onderneming mogelijk te maken kan het nodig zijn dat partijen voorafgaand aan een faillissement mogelijkheden hebben om in onderling overleg een

¹¹⁴ Posner 1980. Zie ook Grundmann, Micklitz en Renner 2021 in hun bespreking van de literatuur over de ‘*justice of concensus*’ in contractonderhandelingen.

¹¹⁵ In de speltheorie wordt een onderhandelingsresultaat ook wel een Nash-evenwicht genoemd. Het uitgangspunt is dan dat elke partij een eigen onderhandelingsstrategie heeft gekozen. Het Nash-evenwicht ontstaat als geen enkele partij een voordeel kan behalen door zijn of haar onderhandelingsstrategie te veranderen (Nash 1950 en Nash 1951). Voor een goede cijfermatige uitleg zie Nicholson 1992.

herstructureringsplan op te stellen. Ook hier ligt de nadruk op de partijautonomie tussen belanghebbenden en het belang van consensus.

Het Kaldor – Hicks principe is volgens Posner nodig om te onderbouwen dat een contractuele afspraak nog steeds efficiënt is als de voordelen van de contractspartijen opwegen tegen de nadelen ervan voor derden. Een criterium om deze afweging te maken is dat een wetgever na moet gaan of rationeel handelende partijen in een land (oftewel de kiezers) met een eventuele aanpassing van recht in zouden stemmen.¹¹⁶ Posner redeneert vanuit een impliciete goedkeuring voor wijzigingen. Posner betoogt dat verliezers zullen instemmen met een verandering van recht als deze weten dat hun kosten op een andere manier indirect dalen¹¹⁷ of dat zij verwachten dat er ook keuzes zullen komen waar ‘verliezers’ van profiteren.¹¹⁸ Stel dat een wetgever de financiering van een internationaal concern wil verbeteren door extra zekerheidsrechten mogelijk te maken die ten koste gaan van de concurrente schuldeisers. Dan is de redenering dat een wetgever deze keuze kan maken, omdat de kosten van krediet dalen. Dit levert voor de concurrente schuldeisers eveneens een kostenvoordeel op, omdat de onderneming minder snel failliet gaat. Ik zie niet goed in hoe de argumentatie van Posner anders is dan een kosten – batenanalyse door een wetgever. Volgens mij komt dat op hetzelfde neer. Er is ook kritiek op het ‘*consent argument*’ van Posner. Zo wijst Bebchuk erop dat het te makkelijk is om alleen uit te gaan van de voordelen van de contractspartijen zelf en de impliciete instemming van de verliezers.¹¹⁹ Bebchuk legt uit dat er partijen zijn die systematisch aan de verliezende kant staan. De redenering van Posner is vooral voordelig voor meer welvarende partijen die structureel bij de winnende categorie horen. Daartegenover staan categorieën van mensen die bij

¹¹⁶ Posner 1980.

¹¹⁷ Bijvoorbeeld vanwege een daling van het algemene prijspeil.

¹¹⁸ Zie Posner 1980 en Posner en Adler 1999, p. 190. Hier geldt het adagium ‘*You win some and you lose some*’.

¹¹⁹ Zie Bebchuk 1980.

elke nieuwe keuze tot de verliezers horen. Een voorbeeld van de discussie over systematische verliezers speelt wel bij de globalisering.¹²⁰ Meer internationale handel kan leiden tot voordelen voor partijen die in internationaal verband economische activiteiten uitvoeren. Rodrik legt uit dat de transactiekosten van deze partijen als gevolg van verdere globalisering dalen.¹²¹ Er zijn echter ook structurele verliezers, bijvoorbeeld de werknemers die hun baan kwijtraken als fabrieken naar lage-lonen-landen verhuizen. Wonnell¹²² voegt hieraan toe dat het voor sommige partijen niet meer mogelijk is om bepaalde verliezen in de loop van de tijd terug te verdienen. Denk aan de verliezen van ouderen bij het verhogen van de AOW-leeftijd. Deze verliezen zijn permanent. Een oplossing hiervoor kan zijn om verliezers toch daadwerkelijk te gaan compenseren met een *ex post* herverdelingsbeleid.¹²³ Dit hoeft dan niet per se in de vorm van een uitkering, maar kan ook via bijvoorbeeld herscholing. Het uiteindelijke effect is om de verliezen zo veel mogelijk te beperken met als ideaal dat niemand slechter wordt van een bepaalde wijziging. Dit pleit voor een totaalpakket aan maatregelen als een wetgever een keuze moet maken om wetgeving aan te passen. Posner en Adler wijzen er terecht op dat een dergelijk totaalpakket feitelijk betekent dat Pareto-efficiëntie het uitgangspunt is.¹²⁴ Het doel is immers om te zorgen dat iedereen er

¹²⁰ Zie het themanummer van de ESB in het voorjaar 2017 waarin wordt betoogd dat bij het sluiten van handelsakkoorden naar alle voor- en nadelen moet worden gekeken en niet alleen naar degenen die profiteren van globaliseren. Dani Rodrik pleit in een interview in dit blad bijvoorbeeld voor een meer bescheiden economische wetenschap waarbij hij heeft uitgeroepen: “*De westerse politieke elites zijn de gemiddelde mens vergeten.*” (zie Kleinknecht en Jesseyan 2017). Zie ook Rodrik 2011.

¹²¹ Zie Rodrik 2011.

¹²² Zie Wonnell.

¹²³ Zie Wonnell.

¹²⁴ Zie Posner en Adler 1999, p. 190. Bebhuk (1980) merkt ook op dat: “*the attractive ex ante Pareto superiority, which a single Wealth Maximum Rule lacks, (...).*” Zie ook Coleman 1980. De Scitovsky 1941 pleit ervoor pleit dat een econoom niet alleen moet kijken naar efficiëntie, maar tevens naar argumenten zoals sociale rechtvaardiging. Hij pleitte voor twee stappen in besluitvorming. De eerste stap is om na te gaan of er een verbetering mogelijk is om de positie van eenieder te verbeteren. Als

beter van wordt en niemand slechter af is. Het doel van een wetgever moet dus uiteindelijk toch Pareto-efficiëntie zijn. Voor mijn onderzoek heeft dit echter beperkte invloed. Een totaalpakket aan maatregelen kan ik in mijn onderzoek niet presenteren. Verder is mijn keuze om alleen te kijken naar de positie van het concern, bank en de leverancier en niet naar bijvoorbeeld de gevolgen voor werknemers. Mijn analyse beperk ik tot een analyse van het recht en niet naar andere mogelijke maatregelen. Toch noem ik de kritiekpunten hier om te benadrukken dat een bredere blik nodig is bij het afwegen van voor- en nadelen.

2.3.2.2 Partijen als niet-rationele actoren

Een andere nuancering bij het ‘*consent – argument*’ van Posner zoals ik hierboven heb weergegeven volgt uit de theorievorming van de ‘*behavioral economy*’.¹²⁵ Posner gaat in zijn analyse uit van rationale partijen die in onderlinge onderhandelingen tot een efficiënte uitkomst komen waarbij de transactiekosten voor deze partijen zo laag mogelijk zijn. Uit verschillende psychologische onderzoeken komt echter naar voren dat mensen veelal onbewust handelen en vanuit impulsen opereren. Mensen hebben bijvoorbeeld de neiging verliezen te willen voorkomen terwijl dit in sommige gevallen op rationele gronden wel tot lagere transactiekosten kan leiden (*‘loss aversion’*). Een voorbeeld is een ondernemer die een project is gestart, maar waarvan de financiële resultaten tegenvallen. Een rationele keuze is om tijdig te stoppen, maar vanwege de *‘loss aversion’* is bestaat de kans dat de ondernemer er toch voor kiest om met het project door te gaan. Bij herstructurering van een onderneming kunnen partijen vanwege *‘loss aversion’* weigeren om hun bestaande contracten aan te passen terwijl dit op termijn wel per saldo tot lagere transactiekosten kan leiden,

tweede stap is mogelijk om eventueel via herverdeling van inkomen om de positie van partijen te verbeteren.

¹²⁵ Zie bijvoorbeeld Kahneman 2011 of Thaler en Sunstein 2009.

bijvoorbeeld omdat een alternatief (faillissement) is te voorkomen. Thaler en Sunstein wijzen verder nog op de gevolgen van zogenoemde ‘*peer pressures*’.¹²⁶ Dit betekent dat keuzes van partijen kunnen zijn gebaseerd op percepties van andere partijen uit de ‘*peer-group*’ waartoe de partij behoort. Financiers kunnen zich bijvoorbeeld laten leiden door het handelen of de perceptie van andere financiers, zoals bleek bij de verkoop van te ingewikkelde financiële producten tijdens de economische crisis. Posner¹²⁷ heeft dit fenomeen uitgelegd. Hij verklaart dat een dergelijke groepsdruk vooral een manier is om in onzekere situaties toch keuzes te kunnen maken. Een bepaalde financier moet bijvoorbeeld een keuze maken om in een ingewikkeld financieel instrument te investeren, maar kan de risico’s niet helemaal inschatten. Als deze financier echter ziet dat andere financiers die in een vergelijkbare positie zitten en tot dezelfde ‘*peer group*’ horen ook in de financiële instrumenten investeren dan kan dit een geruststelling zijn. De betreffende financier kan met de aanname werken dat de andere partijen binnen deze ‘*peer group*’ hun keuzes wel voldoende doordacht zullen hebben. Dit kan een reden zijn om bij twijfel toch te investeren. Dit leidt tot een verlaging van transactiekosten, omdat partijen kosten van hun eigen onderzoek kunnen verlagen.

Thaler en Sunstein¹²⁸ benadrukken de rol van een wetgever bij het handelen van niet-rationele partijen. De wetgever kan als een ‘*choice architect*’ niet-rationele partijen beïnvloeden bij het maken van hun eigen keuzes. Bij een herstructurering van een onderneming kan de wetgever er bijvoorbeeld voor kiezen om aan de ondernemer de mogelijkheid te bieden contracten of rechten tijdelijk te bevriezen (‘*automatic stay*’). Op deze manier heeft de ondernemer meer tijd om met de contractspartner in overleg te treden om tot een rationele oplossing te komen. De wetgever beïnvloedt de wijze waarop partijen binnen een

¹²⁶ Thaler en Sunstein 2009.

¹²⁷Zie Posner 2010, p. 31 en p. 295.

¹²⁸ Thaler en Sunstein 2009, p. 74 beschrijven de rol van de overheid als ‘*asymmetric paternalism*’. De wetgever moet maatregelen nemen om de meest hulpbehoevende mensen te helpen.

rechtsverhouding handelen. De regeling van de ‘*automatic stay*’ is bijvoorbeeld een manier om het ‘*hold up*’ probleem tijdelijk op te heffen. Het idee is dat een partij, bijvoorbeeld een bank, tijdelijke haar rechten niet kan uitoefenen zodat de ondernemer tijd heeft om met andere partijen afspraken te maken.

De bovenstaande theorievorming is voor mijn onderzoek om een aantal redenen van belang. Het geeft een nuancering op het uitgangspunt in mijn onderzoek waarbij ik uitga van partijen die onderling afspraken kunnen maken over een verdeling van transactiekosten. De verschillende termen die volgen uit de theorievorming van de ‘*behavioral economics*’ komen bij sommige onderwerpen weer terug. In deze paragraaf heb ik hierboven uitgelegd waar de termen vandaan komen. Verder kijk ik in mijn onderzoek nadrukkelijk naar de rol van de wetgever in het complex van de verhoudingen tussen (niet rationele) partijen bij de financiering van een internationaal concern bepaalde keuzes moet maken. Deze keuzes monden uit in wetgeving en de rechten en plichten die hieruit voor de partijen voortvloeien hebben gevolgen voor het handelen van de partijen. Bij het maken van keuzes moet een wetgever soms rekening houden met het niet-rationeel handelen van de partijen.

2.3.3 Ex ante en ex post efficiëntie

Een andere manier om naar efficiëntie te kijken zijn de termen *ex ante* en *ex post* efficiëntie zoals die in de financieringsliteratuur of contractentheorie terugkomt. De theorievorming gaat over de verdeling van rechten in de wetgeving van de verschillende financiers zoals de rechten van de aandeelhouders in het rechtspersonenrecht en de waarborgen voor banken en leveranciers in het contractenrecht. Met deze verdeling van rechten in de rechtsgebieden kunnen de partijen in de onderhandelingsfase komen tot een optimale verdeling van controlerechten (*ex ante* efficiëntie). Daarnaast zijn er rechtsgebieden die reguleren op welke wijze de partijen achteraf bepaalde geschilpunten moeten oplossen. Het bekendste voorbeeld is het faillissementsrecht waar regels staan voor

de afwikkeling van een failliete boedel bij financiële moeilijkheden. De wetgeving over dergelijke procedures staat bekend als *ex post* efficiëntie.

Bij *ex ante* efficiëntie in wetgeving gaat het onder andere om de vraag in welke mate partijen in contractuele relaties vooraf in voldoende mate met elkaar kunnen onderhandelen om bijvoorbeeld tot een efficiënte verdeling van de controlerechten te komen.¹²⁹ Bij *ex ante* efficiëntie speelt een aantal vraagstukken die ik hieronder kort schets. Ik verwijs naar de hoofdstukken als ik de betreffende onderwerpen elders in mijn onderzoek in meer detail bespreek. Het idee van de *ex ante* efficiëntie is dat partijen onderling zelf het beste kunnen onderhandelen over de uitkomst die voor die partijen tot de laagste transactiekosten leidt (zie hierboven in hoofdstuk 2.3.2.).¹³⁰ Toch kunnen er redenen zijn waarom de *ex ante* onderhandelingen niet per se tot een optimale uitkomst hoeft te leiden. Een bank kan als financier bijvoorbeeld beter over controlerechten onderhandelen dan een groep van obligatiehouders (zie ook hoofdstuk 4). Hier speelt mee dat de groep obligatiehouders te groot is om op een goede manier te kunnen onderhandelen (probleem van de ‘*multiple-principals*’, zoals beschreven in hoofdstuk 2.2.). Daarnaast kan gebrek aan informatie een rol spelen. Partijen moeten in onzekerheid afspraken vastleggen waar ze later aan gehouden zijn. Voor partijen zal het niet altijd mogelijk zijn om alle onzekerheden en risico’s in contracten vast te leggen (theorie van de ‘*incomplete contracts*’ zoals beschreven in hoofdstuk 2.2.). Verder kan in een contractuele relatie de ene partij beschikken over meer informatie dan een andere partij. Een onderneming die een lening wil heeft bijvoorbeeld meer informatie dan de bank. De partij met de informatievoorsprong

¹²⁹ Voor een overzicht van de theorievorming zie Bolton en Dewatripoint 2005 en Grundmann, Micklitz en Renner 2021. De theorievorming gaat vooral over de beschrijving van verschillen in wetgeving per land. In mijn onderzoek kies ik voor een transactionele benadering om het onderwerp te beschrijven.

¹³⁰ Zie bijvoorbeeld Grundmann, Micklitz en Renner 2021 in hun bespreking van de literatuur over de ‘*justice of concensus*’ in contractonderhandelingen (hoofdstuk 11).

kan dit gebruiken of misbruiken om te komen tot afspraken die voor deze partij gunstig zijn. Dit is het vraagstuk van de informatie asymmetrie¹³¹ De bank moet kosten maken om informatie te vergaren over de andere partij en over de risico's die zich in de markt voordoen waar die onderneming opereert. De bank zal een risicopremie in rekening brengen. Vaak hanteert de bank een algemeen geldend tarief dat voor bijvoorbeeld een bepaalde sector geldt. Er kan zich een vorm van *adverse selection* of averechtse selectie voordoen. Ondernemingen met een laag risicoprofiel vinden de rente relatief hoog en gaan op zoek naar andere vormen van financiering. Voor ondernemingen met een hoog risicoprofiel is de rente relatief laag en zullen dus proberen een lening bij de bank te krijgen. Dit kan leiden tot een *ex-ante* inefficiëntie, omdat de bank relatief risicovolle leningen verschaft. Andere vraagstukken gaan over de gevolgen van een mogelijke machtspositie van partijen in een onderhandeling¹³², over het niet-rationele handelen van sommige partijen (zie hoofdstuk 2.3.2) of dat sommige schuldeisers niet bij machte zijn in onderhandeling bijvoorbeeld de juiste controlerechten te krijgen of een juiste risicopremie in rekening te brengen ('*non – adjusting*' schuldeisers).

Bij *ex post efficiency* gaat het om de vraag in hoeverre partijen zich na het sluiten van een contract kunnen aanpassen aan gewijzigde omstandigheden met als uiterste een efficiëntie afhandeling van een faillissement.¹³³ Na het sluiten van een contract kan een bank geconfronteerd worden met een onderneming die zich risicovoller of opportunistisch gaat gedragen omdat deze toch al een lening heeft ('*moral hazard*'). De afgesproken controlerechten zijn mede bedoeld om met dergelijke risico's om te gaan. Daarnaast kunnen zich omstandigheden voordoen die beide partijen niet hebben voorzien, maar wel grote invloed hebben op de onderlinge relatie tussen partijen. Een bekend voorbeeld is de coronacrisis. Een

¹³¹ Zie bijvoorbeeld Grundmann, Micklitz en Renner 2021, hoofdstuk 12.

¹³² Zie bijvoorbeeld Grundmann, Micklitz en Renner 2021, hoofdstuk 13. Zij gaan vooral in op de positie van een consument die als zwakkere partijen wordt gezien.

¹³³ Zie bijvoorbeeld Hart 2000 en Claessens en Klapper 2005.

gevolg hiervan kan zijn dat partijen de gemaakte afspraken niet of in mindere mate na kunnen komen. Dit kan met zich meebrengen dat partijen tot heronderhandeling moeten overgaan. De juridische grondslag hiervoor kan een contractueel overeengekomen heronderhandelingsplicht zijn, vanwege eisen van redelijkheid en billijkheid of vanwege onvoorziene omstandigheden.¹³⁴ Voor een bank kan de coronacrisis betekenen dat deze vanwege haar wettelijke zorgplicht coulanter moet opereren richting een kredietnemer die door de crisis in betalingsproblemen is gekomen.¹³⁵ Ook bij vormen van samenwerking (zie hoofdstuk 2.2.) kan het vraagstuk van *ex post* efficiëntie spelen. Het contract is bedoeld als een vormgeving van de samenwerking waarbij beide partijen vooraf niet weten hoe de samenwerking gaat verlopen. Het is niet mogelijk vooraf alle onzekerheden in een contract te beschrijven en hiervoor oplossingen te vinden. Partijen kunnen kiezen voor vormen van *ex post* geschilbeslechting als meest efficiënte oplossing.¹³⁶ Daarnaast zijn er formeel juridisch procedures die partijen kunnen inzetten als een onderneming in financiële problemen komt. Denk aan de preventieve herstructureringsmogelijkheden.¹³⁷ Een voorbeeld zijn de mogelijkheden voor rechterlijke goedkeuring van schuldeisersakkoorden zoals opgenomen in de Nederlandse Wet Homologatie Onderhands Akkoord (WHOA) met als doel om faillissementen te voorkomen. Een andere formele procedure is uiteraard de afhandeling van een faillissement. In hoofdstuk 9 kom ik hierop terug.

Tussen de verdeling van rechten bij *ex ante* efficiëntie ('*creditor rights*' van financiers) en het optimaliseren van transactiekosten bij *ex post* efficiëntie (faillissementsrecht) bestaat een onderlinge relatie. Als een schuldeiser weet dat er

¹³⁴ Zie Schelhaas en Spanjaard 2020 voor een overzicht van de mogelijkheden in het Nederlandse contractenrecht om *ex post* contractuele rechtsverhoudingen te herzien in geval van een crisis zoals een coronacrisis. Zie ook Klomp 2020.

¹³⁵ Zie bijvoorbeeld Haentjes 2020.

¹³⁶ Zie bijvoorbeeld Grundmann, Micklitz en Renner 2021, hoofdstuk 17.

¹³⁷ Richtlijn (EU) 2017/1132.

herstructureringsmogelijkheden zijn dan kan dat voor die schuldeiser een reden zijn een contract af te sluiten, omdat deze weet dat er *ex post* mogelijkheden op herstructurering zijn. Claessens en Klapper zijn in hun onderzoek ingegaan op de relatie tussen de mate waarin financiers *ex ante* controlerechten inzetten en de *ex post* procedures van bijvoorbeeld het formele faillissementsrecht en de daarbij behorende transactiekosten.¹³⁸ Daarbij hebben zij gekeken in welke mate financiers in verschillende landen daadwerkelijk gebruik van het formele faillissementsrecht maken of toch meer de ‘*ex ante*’ controlerechten inzetten. Zij hebben aangetoond dat er een relatie is tussen *ex ante* rechten en het *ex post* faillissementsrecht. Als er een goed functionerend rechterlijk apparaat is dan betekent dit dat financiers meer gebruik maken van de formele procedures van het faillissementsrecht en in mindere mate van de ‘*creditor rights*’. De rechter biedt een efficiënte wijze van geschilbeslechting. In hoofdstuk 9 kom ik hier in meer detail op terug bij mijn bespreking van faillissementen en herstructurering.

¹³⁸ Zie bijvoorbeeld Claessens en Klapper 2005. Zie ook Hart 2017, p. 1735.

3 Het internationale concern als financieringssubject

3.1 *Het concern als economische eenheid*

3.1.1 De economische eenheid als algemeen kader

In mijn onderzoek staat het concern als economische eenheid in het middelpunt van mijn analyse. Het concern of de onderdelen ervan zijn de financieringssubjecten. In mijn inleiding heb ik al aangegeven dat ik voor het doel van mijn onderzoek het concern als één onderneming beschouw die vervolgens is opgedeeld in verschillende rechtspersonen.¹³⁹ In het groepsbegrip uit het Nederlandse rechtspersonenrecht komt de eenheid eveneens terug. Een groep is omschreven als een economische eenheid waarin rechtspersonen en vennootschappen organisatorisch met elkaar zijn verbonden (artikel 2:24b BW). Bartman en Dorresteyn merken hierover op dat de verstrengeling van rechtspersonen in concernverband soms zo hecht is dat de verschillende concernonderdelen nauwelijks zelfstandige rechtspersonen zijn.¹⁴⁰ Het concern is een eenheid. In het mededingingsrecht is sprake van een economische eenheid als de verschillende concernonderdelen uit industrieel en economisch oogpunt een

¹³⁹ Zie Chandler 1994 die ervan uitgaat dat ondernemingen uiteindelijk uit een organisatievorm bestaan waarbij zij zijn georganiseerd in verschillende divisies. Colpan en Hikono 2010, p. 23 – 27, Hopt 2015, Colpan en Hikino 2016 en Colpan en Hikino 2018-a benadrukken dat een onderneming ook uit een ‘*business group*’ kan bestaan. Baird en Casey 2013 wijzen in voetnoot 12 op het verschil tussen de economische onderneming zoals verwoord door Coase 1937 (‘*Coasean firm*’) en de juridische rechtspersoon. Zie ook Grundmann, Micklitz en Renner 2021 met een overzicht van de literatuur over het begrip onderneming in de maatschappij.

¹⁴⁰ Bartman en Dorresteyn 2006, p. 81. Zie ook Bartman, Dorresteyn en Olaerts 2016 en Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern* 2020. Zie Bartman 2016 voor een bespreking van de visie van de HR over concerns. Hij wijst erop dat de economische werkelijkheid ertoe kan leiden dat er in het recht een visie over concerns wordt ontwikkeld. In een hecht verbonden groep voert de moeder haar onderneming immers met de inzet van haar dochters.

eenheid of een samenhangend geheel vormen.¹⁴¹ Elke rechtspersoon speelt binnen deze eenheid een eigen rol met als doel om geconsolideerde winst te behalen die ten koste kan gaan van de individuele winsten van de verschillende rechtspersonen.¹⁴² Bainbridge en Cheng geven daarbij terecht aan dat nog veel theoretische verwarring bestaat over het concern als economische eenheid en geven aan dat rechters niet eenduidig met verschillende begrippen, zoals de rechtspersoon of het concern, omgaan.¹⁴³ Volgens Morck zijn de definities van concerns of groepen rechtspersonen in de verschillende landen niet aan elkaar gelijk en is er geen eenduidige definitie van een groep. Verder hebben niet alle landen een formeel concernrecht (zie hoofdstuk 6).¹⁴⁴ Bainbridge benadrukt daarbij dat een eenduidig analytisch kader nodig is over rechtspersonen in hun

¹⁴¹ Zie overwegingen 47 en 48 HvJ van 16 december 2010, zaak C-480/09 P (AceaElectrabel) en overweging 12 HvJ van 14 november 1984, zaak C-323/82 (Intermills). In deze zaken heeft het HvJ uitleg gegeven over het begrip ‘*economische eenheid*’ in het staatssteunrecht. Zie ook Conclusie van Adv. Gen. Pitruzzella van 15 april 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz) en HvJ van 6 oktober 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz) over het begrip van de economische eenheid in het mededingingsrecht.

¹⁴² Zie overwegingen 311 en 312 GvEA van 10 maart 1992, zaak T-11/89 (Shell vs. Commissie). Zie ook Verordening (EU) nr. 1407/2013 van 18 december 2013 betreffende de toepassing van de artikelen 107 en 108 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie op de de-minimissteun. In deze verordening staat dat ‘*één onderneming*’ kan bestaan uit meerdere rechtspersonen.

¹⁴³ Bainbridge 2002, p. 168 – 171. Zie ook Cheng 2011 en Petrin en Choudhury 2018 over de economische eenheid.

¹⁴⁴ Morck 2010, p. 602 - 603. Hij schrijft: “*Business groups inspire much confusion.*”. Morck wijst er nog op dat het uitgangspunt van een ‘*business group*’ is dat de controle door families wordt uitgeoefend die het concern hebben opgericht en groot gemaakt (Morck 2010, p. 618 – 620). Voor mijn onderzoek is dit onderscheid niet van belang. De inzichten uit de theorievorming is wel relevant, bijvoorbeeld bij de beschrijving van de historische ontwikkeling van ‘*business groups*’. Zie ook Hopt 2015 over zijn bespreking van de wijze waarop in het recht van verschillende landen wordt omgegaan met groepen.

samenhang met een concern.¹⁴⁵ Colpan en Hikino¹⁴⁶ roepen in hun onderzoek naar ‘*business groups*’ eveneens op om te komen tot een eenduidig analytisch kader over het concernbegrip. Zij benadrukken dat in het wetenschappelijke onderzoek een scherper onderscheid nodig is tussen verschillende soorten ‘*business groups*’. Zij werken daarbij met twee categorieën van ‘*business groups*’. In de eerste categorie gaat het om groepen waarbij de nadruk ligt op het netwerk tussen de groepsonderdelen. De rechtspersonen zijn dan in een groep samengegaan vanuit een ‘*alliance principle*’ en werken samen op grond van gelijkwaardigheid om een lange termijn doelstelling te behalen. In de tweede categorie is er in de groep een hiërarchische verhouding tussen een holding of moeder die een sterke strategische en financiële controle uitoefent.¹⁴⁷ Deze categorie lijkt het meest op de multidivisionele onderneming van Chandler zoals ik eerder aanhaalde. Binnen deze categorie maken Colpan en Hikino een nadere onderverdeling tussen ‘*diversified*’ en de ‘*pyramidal business groups*’. In de eerste subcategorie opereren de onderdelen binnen de groep in verschillende markten. Denk aan conglomeraten. Dit zijn groepen van rechtspersonen waarin de verschillende onderdelen in verschillende markten opereren. Bij deze conglomeraten is het concern geen economische eenheid, maar kan wel een organisatorisch geheel zijn. Het kenmerk van een dergelijke groep is dat juridisch onafhankelijke entiteiten met elkaar zijn verbonden onder een centrale leiding waarbij de groepsonderdelen in verschillende markten actief zijn.¹⁴⁸ Bij de tweede subcategorie ligt de nadruk van het onderzoek op het mogelijk opportunistisch handelen van de controlerende aandeelhouder (moeder). Volgens Colpan en Hikino is het in wetenschappelijk onderzoek nodig

¹⁴⁵ Bainbridge 2002, p. 168 – 171 en p. 183 – 190.

¹⁴⁶ Colpan en Hikino 2010 en Colpan en Hikino 2018-a.

¹⁴⁷ Colpan en Hikino 2010, p. 19. Zij schrijven: “*Business groups have incurred both frustrating confusion as well as heated discussions regarding their organizational nature and economic nature.*”

¹⁴⁸ Colpan en Hikino 2018-a, p. 6. Volgens hen ligt de nadruk in het huidige wetenschappelijke onderzoek nog te veel op de juridische structuren binnen een groep.

om de verschillende modellen van concerns van elkaar te onderscheiden.¹⁴⁹ In hun woorden: *‘a critical task in categorizing and examining business groups is to separate them from alternative forms of organizational models.’* In het concern dat in mijn onderzoek het uitgangspunt vormt ga ik uit van de pyramide-structuur met de moeder die de centrale leiding heeft. De juridische vormgeving van deze pyramide is dat de moeder aandeelhouder en bestuurder van de concernonderdelen is. Met de juridische rechten die uit het aandeelhouderschap en de bestuursfunctie voortvloeien heeft de moeder controle over de concernonderdelen.

3.1.2 De rechtspersoon als basis van de analyse

Het concern is een organisatievorm voor het uitvoeren van economische activiteiten van een samenstel aan verschillende rechtspersonen waarbij de concernonderdelen economische activiteiten uitvoeren. Om economische activiteiten uit te kunnen voeren sluiten de concernonderdelen contracten met de bank en de leverancier. Deze partijen sluiten een contract met een rechtspersoon dat weer een onderdeel vormt van een groter geheel, te weten het concern. Het concern is de economische omgeving waarin een rechtspersoon als concernonderdeel functioneert.¹⁵⁰ In mijn onderzoek ga ik na op welke wijze de transactiekosten zijn verdeeld tussen de bank, de leverancier en het concernonderdeel als onderdeel van een grotere eenheid, te weten het concern.

¹⁴⁹ Colpan en Hikino 2010 en Colpan en Hikino 2018-a.

¹⁵⁰ In de analyse van mijn vorige hoofdstuk waaronder de rechtenbenadering heb ik aangegeven dat de rechtsverhouding (of verdeling van rechten) de basis van mijn analyse is. De rechtspersoon is een beschrijving van de omgeving waarin deze rechtsverhoudingen plaatsvinden. Een rechtspersoon is immers een *‘contractueel’* middelpunt waar de belangen van verschillende partijen bij elkaar komen. Een andere omgevingsfactor is dat de concernonderdelen in verschillende landen zijn gevestigd. De concernonderdelen opereren in een internationale omgeving met als kenmerk dat elk land eigen keuzes in de juridische ordening maakt. De beschrijving van deze internationale omgevingsfactor komt terug in de hoofdstukken 4 en 5.

Om mijn vraagstelling te beantwoorden analyseer ik de verdeling van de transactiekosten tussen het concernonderdeel als rechtspersoon en de bank respectievelijk de leverancier. De basis van mijn onderzoek is een rechtseconomische analyse van de rechtspersoon. Deze theorievorming gaat over de verdeling van de transactiekosten tussen de aandeelhouders (i.c. de moeder) respectievelijk de bank en de leveranciers. Een moeder binnen een concern kan kiezen om een rechtspersoon binnen een concern op te richten met als reden om specifieke financiers aan te trekken.¹⁵¹ Een reden voor de moeder voor het oprichten van een rechtspersoon kan zijn om de transactiekosten te verlagen. De reden hiervoor is dat de monitoringskosten voor een schuldeiser of financier lager zijn als deze met een concernonderdeel als rechtspersoon een contract aangaan dan in vergelijking met een economische eenheid die niet in rechtspersonen is opgedeeld. In dat laatste geval moet een financier alle activiteiten binnen de economische eenheid monitoren. Door oprichting van een rechtspersoon hoeft een financier alleen de economische activiteiten van die rechtspersoon te monitoren (zie hoofdstuk 8). Concernvorming kan daarnaast ook risico's op inefficiëntie met zich meebrengen. Het kan bijvoorbeeld zijn dat de organisatiestructuur van een concern onnodig complex is en de concernonderdelen economisch nauw met elkaar zijn verweven. Het gevolg is dat bijvoorbeeld voordelen van de monitoringstheorie niet meer opgaan. Bij een concern waar de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn moet een financiers immers alsnog het hele concern gaan monitoren. In dat geval leidt het faillissement van het ene concernonderdeel automatisch tot het faillissement van een ander concernonderdeel (zie hierover hoofdstuk 9).

Met mijn onderzoek sluit ik aan bij een deel van de (rechts)economische theorievorming over ondernemingen, concernvorming en financiering ervan. Het is niet mijn doel om met dit onderzoek een uitputtend overzicht van de gehele literatuur te beschrijven. Ik beperk me tot een deel van de contract- en

¹⁵¹ Zie bijvoorbeeld de monitoringstheorie van Hansmann en Kraakman 2000 – b.

organisatietheorie. Ik beperk me tot de transactie of rechtsverhouding tussen de bank en leverancier als financier en de onderneming als financieringssubject. Die onderneming is georganiseerd als concern en bestaat uit verschillende kapitaalvennootschappen als rechtspersoon. Vanuit die kapitaalvennootschappen geredeneerd sluit ik aan bij de theorievorming over de rechtseconomische functie van deze rechtspersonen (zie hoofdstuk 8) en de ‘interne’ transacties tussen rechtspersonen (hoofdstuk 13). In de literatuur heb ik weinig informatie gevonden over theorievorming over de economische verwevenheid tussen de concernonderdelen en de gevolgen daarvan. Een uitzondering is de analyse van de Adv. Gen. Pitruzzella in de zaak Sumal vs Mercedes Benz.¹⁵² Deze zaak gaat over de nadere invulling van de economische eenheid bij mededingingsverstoring gedrag binnen een concern. In zijn analyse wijst hij op het belang van een functionele afbakening van de verschillende onderdelen binnen het concern. Hiermee bedoelt hij dat er in het concern verschillende subgroepen kunnen zijn die elk in een eigen relevante markt kunnen opereren.

Met mijn onderzoek hoop ik bij te dragen aan de verdere theorievorming over het concern vanuit een rechtseconomisch en juridisch perspectief. Om het concernbegrip verder af te bakenen beschrijf ik in de volgende paragraaf een aantal variabelen die kenmerkend voor een concern zijn.

3.2 *Variabelen voor het concern als economische eenheid*

3.2.1 De spilfunctie van de moeder als feitelijk bestuurder

3.2.1.1 De centrale rol van de moeder

De moeder vervult een spilfunctie in het concern zoals ik dat heb beschreven. Hiermee sluit ik aan bij de stelling van Van Achterberg dat de centrale leiding door

¹⁵² Conclusie van Adv. Gen. Pitruzzella van 15 april 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz) en HvJ van 6 oktober 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz).

de moeder een constitutief vereiste is voor concernverhoudingen.¹⁵³ Mijn uitgangspunt is immers dat de moeder de volledige controle over alle concernonderdelen en direct of indirect alle gebruikersrechten voor de concernonderdelen organiseert. De moeder is verantwoordelijk voor de verdeling van de controlerechten en moet de juiste organisatievorm kiezen. De moeder beslist over de inzet van de economische activa, de organisatievorm en het aantal rechtspersonen waar het concern uit bestaat. De centrale zeggenschap van de moeder komt mede tot uiting in de beschrijving van een groep van rechtspersonen zoals opgenomen in het Nederlandse rechtspersonenrecht (artikel 2:24b BW). De centrale leiding is in deze definitie een belangrijk kenmerk.¹⁵⁴ Dat de moeder aandeelhouder en bestuurder van de concernonderdelen is, betekent niet automatisch dat de moeder de centrale leiding uitoefent. Uit de (bedrijfs)economische werkelijkheid binnen een concern moet blijken dat de moeder de centrale leiding uitoefent. De moeder moet vanuit een eenduidig centrum daadwerkelijke de leiding voeren over een groep van rechtspersonen of vennootschappen. De moeder moet een gezamenlijke strategie voor het gehele concern hebben op basis waarvan zij plannen maakt en het beleid van de onderhorige vennootschappen en rechtspersonen coördineert en controleert.¹⁵⁵ De moeder moet uiteindelijk de mogelijkheid hebben om haar wensen op te leggen aan de concernonderdelen.¹⁵⁶ In het model dat ik in mijn onderzoek heb

¹⁵³ Van Achterberg 1989, p. 9. De mate van centralisatie is in haar ogen een variabele om een concern te beschrijven (p. 41 – 46). Zie ook Van Oostrum 2019.

¹⁵⁴ Volgens Van Schilfgaarde, Winter, Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 49 – 51 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/12 is het daadwerkelijk uitoefenen van zeggenschap het belangrijkste criterium van het groepsbegrip. Zie ook Van Oostrum 2019.

¹⁵⁵ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, no. 16, Asser/Kroeze 2-I 2021/261, Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/138, Rechtspersoon, vennootschap en onderneming (Huizink), nr. 42, 2016 en Van Oostrum 2019.

¹⁵⁶ Rb. Amsterdam 22 mei 2006, JOR 2006/ 178 (AHOLD) voor een uitleg over het groepsbegrip in artikel 2:24b BW.

gepresenteerd heeft de moeder die mogelijkheid, omdat zij het bestuur van een concernonderdeel vormt en bovendien de enig aandeelhouder is.

De moeder vervult een centrale rol in de '*nexus of contracts*' die het concern als economische eenheid vormt. Dit sluit aan bij de uitleg van de onderneming die ik in hoofdstuk 2 als '*nexus of contracts*' heb beschreven. Bainbridge noemt dit het '*contractarian model of the firm*'¹⁵⁷ met een ondernemer die als '*nexus*' de contracten organiseert die de onderneming aangaat. In het concern is de moeder het centrale punt dat de organisatiestructuur van het concern bepaalt en direct of indirect (via de concernonderdelen) contracten met externe partijen organiseert. Een vergelijkbare omschrijving van de onderneming geeft Shishido die een onderneming omschrijft als een '*ongoing joint project requiring both financial and human capital*'. Aan dit project doen volgens hem vier groepen '*capital providers*' mee. De eerste groep zijn de aandeelhouders en schuldeisers die het gebruik over geld verschaffen en de tweede groep zijn de aanbieders van het menselijk kapitaal te weten de werknemers en het management. Deze vier groepen moeten met elkaar in onderhandeling treden waarbij elke groep een eigen belang heeft. De taak van het management is om de contracten met al die partijen uit te onderhandelen.¹⁵⁸ Het initiatief van de onderhandelingen ligt bij het management oftewel het bestuur. Bij een concern is dit de moeder. Dit betekent dat de moeder binnen het concern direct of indirect een coördinerende functie heeft tussen alle partijen die bij een concern betrokken zijn. De nadruk in deze theorievorming is niet zozeer de dominante rol van aandeelhouders, maar de coördinerende positie van het management of bestuur (i.c. de moeder als bestuurder van alle concernonderdelen).¹⁵⁹ Alle betrokken partijen leveren een bijdrage aan de

¹⁵⁷ Bainbridge 2002, p. 27.

¹⁵⁸ Shishido 2014.

¹⁵⁹ Bainbridge 2002, p. 29 beschrijft de onderneming vanuit het '*contractarian model*' waarbij hij het heeft over een '*director primacy*' binnen een onderneming in plaats van een '*shareholders primacy*'. Niet in alle organisatievormen van een onderneming vervult de ondernemer per definitie

uitvoering van economische activiteiten van de onderneming¹⁶⁰ of het concern en uiteindelijk het voortbestaan ervan. De aandeelhouder is één van die partijen.

3.2.1.2 Zeggenschap en het ondernemingsbegrip

De bovenstaande visie lijkt op de institutionele onderneming of vennootschap zoals Van Schilgaarde/ Winter / Wezeman en Schoonbrood¹⁶¹ die hebben uitgewerkt. Zij hebben verschillende visies over het ondernemingsbegrip uitgeschreven waaronder de institutionele onderneming. In de institutionele visie is de onderneming een organisatorische verband waarbij verschillende partijen bij elkaar komen en met elkaar samenwerken. De onderneming is een instituut waaraan verschillende personen deelnemen en waarin de belangen van al deze partijen samenkomen, zoals de aandeelhouders en werknemers. Al deze partijen doen in meer of mindere mate mee aan de besluitvorming binnen de onderneming. Het doel van de onderneming is niet zozeer het behalen van maximale winst voor de aandeelhouders, maar om een *‘reeks samenhangende, soms ook tegenstrijdige doelen te bereiken.’*¹⁶² De onderneming staat los van de aandeelhouders en ontwikkelt zich als zelfstandig instituut. Asser – Maeijer - Van Solinge & Nieuwe

een centrale rol. Binnen een joint – venture zijn de aandeelhouders bijvoorbeeld dominanter (zie ook HR van 4 april 2014 (ECLI:NL:HR:2014:797; Cancun). Bij een beursgenoteerde onderneming staat het bestuur wel in het middelpunt. Zie ook Blanco Fernández 2018 die een vennootschap juist wel omschrijft als een *‘stelsel van verwachtingen over de instandhouding van een onderneming ten behoeve van de kapitaalverschaffers (aandeelhouders – PvA)’*.

¹⁶⁰ Gevurtz 2010, p. 324 – 326.

¹⁶¹ Van Schilgaarde/ Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 20 – 24 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV 2022*/par. 1.2.

. Zie de kritiek op de institutionele opvatting in Blanco Fernández 2018.

¹⁶² Van Schilgaarde/ Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 20 – 24 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV 2022/2*. Zie ook Winter 2019 die aangeeft dat ondernemingen midden in de samenleving staan en dat de doelstellingen van ondernemingen ook op de samenleving moeten zijn gebaseerd.

Weme¹⁶³ geven een vergelijkbare omschrijving en zien de onderneming als een *‘organisatie waarin kapitaalverschaffers en werknemers onder leiding van een ondernemer of bestuur samenwerken tot de productie van goederen of diensten welke is gericht op een duurzame verwerving van inkomen ten behoeve van de samenwerkenden.’* In de woorden van Dorresteyn en Van het Kaar¹⁶⁴ is een onderneming een organisatievorm van mensen en productiemiddelen, gericht op het verwerven van duurzaam inkomen voor de rechtssubjecten (mensen en/of rechtspersonen) die deel van de organisatie uitmaken. Het uitgangspunt van Timmerman¹⁶⁵ is dat een onderneming een op winst gerichte organisatie van mensen is die goederen of diensten voortbrengt. Die onderneming is in verschillende markten actief, zoals de kapitaalmarkt, arbeidsmarkt en producten- of dienstenmarkt waarbij die markten invloed hebben op de inrichting en het functioneren van ondernemingen. De onderneming is toegegroeid naar een soort politieke onderneming waarbij het bestuur bepaalde publieke taken lijkt te moeten vervullen, zoals het bestrijden van klimaatverandering.¹⁶⁶

De institutionele visie is volgens Van Oostrum de leidende visie in de huidige juridische literatuur over de vennootschap waarbij hij deze visie vergelijkt met een contractuele opvatting. Het nadeel van deze contractuele benadering is in zijn ogen

¹⁶³ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 19.

¹⁶⁴ Dorresteyn en Van het Kaar 2015, p. 1.

¹⁶⁵ Timmerman 2020. Hij beschrijft de verschillende fasen van het ondernemingsbegrip waarbij er een ontwikkeling is geweest vanaf het ontstaan van ondernemingen (1880 – 1940), naar een sociale onderneming (1945 – 1980), de exclusief economische onderneming (1980 – 2015) tot aan een maatschappelijk verantwoorde politieke onderneming (2015 – heden).

¹⁶⁶ Timmerman 2020. Zie ook de uitspraak van de Rechtbank Den Haag 26 mei 2021 (ECLI:NL:RBDHA:2021:5337) over de verantwoordelijkheid van Shell bij het behalen van de klimaatdoelstellingen. Zie ook Sjøfjell 2009 voor een beschrijving van de onderneming als onderdeel van de maatschappij.

dat in deze visie te weinig aandacht is voor de belangen van niet-aandeelhouders.¹⁶⁷ Deze dominante institutionele visie sluit naar mijn idee niet volledig aan bij het rechtseconomische model van een onderneming zoals ik in mijn onderzoek beschrijf. In de institutionele visie is er een onderscheid tussen partijen die bij een onderneming horen (aandeelhouders en werknemers) en partijen die erbuiten staan (bank en leverancier). De onderneming heeft uiteindelijk al deze partijen nodig om gebruikersrechten te organiseren. Dit geldt ook voor de partijen die contractueel, zoals de bank en de leverancier, aan de onderneming zijn verbonden. De bestuurder van een rechtspersoon of de moeder in een concern moet met al deze partijen in onderhandeling gaan. Het verschil tussen de verschillende groepen van partijen is dat de juridische invulling van de controlerechten in verschillende rechtsgebieden is ingebed. Vanuit een juridisch perspectief zijn de rechten van de bank en de leverancier gereguleerd in het contracten-, zekerheden- en faillissementsrecht. De juridische organisatie van de rechtspersoon is gereguleerd in het rechtspersonenrecht. Dorresteyn en Van het Kaar geven ook aan dat het in hun analyse van de onderneming in het rechtspersonenrecht vooral gaat om de verdeling van bevoegdheden en rechtsnormen voor partijen die bij de organisatie (i.e. rechtspersoon) betrokken zijn.¹⁶⁸ Het rechtspersonenrecht gaat over de juridische ordening en de verdeling van verantwoordelijkheden van de partijen die op grond van het rechtspersonenrecht tot een rechtspersoon horen, zoals de aandeelhouders, Raad van Commissarissen en het bestuur.¹⁶⁹ Partijen die contractueel aan een rechtspersoon zijn verbonden, zoals leveranciers, moeten analytisch niet van het ondernemingsbegrip worden uitgesloten. Op het moment

¹⁶⁷ Van Oostrum 2019. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – IIb 2019/193 over de institutionele versus de contractuele visie. Zie verder nog Sjøfjell 2009 of Rechtspersoon, vennootschap en onderneming (Huizink), nr. 5, 2016.

¹⁶⁸ Dorresteyn en Van het Kaar 2015, p. 1.

¹⁶⁹ Werknemers zijn via de wettelijke bepalingen over de Ondernemingsraad eveneens bij de vennootschap betrokken.

dat de vennootschap insolvent is krijgen de leveranciers ook formele mogelijkheden om de zeggenschap over te nemen zoals gereguleerd in faillissementsrecht. De rechtspersoon of het concern als economische eenheid zie ik niet als een instituut waarbij het bestuur of de moeder verplicht is om belangen af te wegen. De belangenafweging door de moeder vloeit voort uit het spanningsveld bij de organisatie van de gebruikers-, inkomens- en controlerechten. Het gaat mij om een analyse van de bestuurder of moeder die in het middelpunt van het belangenconflict van al die verschillende rechten staat en hierin keuzes moet maken. De moeder opereert in het middelpunt van de '*nexus of contracts*' oftewel de '*nexus of rights*'. Bij het maken van de keuzes kan de bestuurder of de moeder te maken krijgen met de controlerechten die de verschillende partijen inzetten. Als een bestuurder een bestaande schuldeiser benadeelt door het aangaan van een transactie met een andere schuldeiser of een aandeelhouder onterecht bevoordeelt dan kan de benadeelde schuldeiser een vordering instellen als *actio pauliana* (zie hoofdstuk 11). Om dergelijke vorderingen te voorkomen zal de bestuurder of moeder vooraf tevens rekening houden met de belangen van bestaande schuldeisers. Op deze manier houdt de bestuurder of moeder rekening met verschillende belangen, maar dit vloeit voort uit een afweging van het risico dat een partij een controlerecht gaat gebruiken.

3.2.1.3 Invulling van de '*nexus of contracts*' in concernverband

In het onderhandelingspel rondom de onderneming als economische eenheid bestaat een verschil tussen een onderneming die als concern is georganiseerd en een onderneming die uit slechts één rechtspersoon bestaat. De vormgeving van de '*nexus of contracts*' is bij een concern anders dan bij een onderneming die uit één rechtspersoon bestaat. Het kenmerk van een concern is dat de moeder opereert in een economische eenheid die is onderverdeeld in verschillende rechtspersonen. Dit heeft een aantal consequenties. Zo kunnen er '*interne*' contracten tussen de moeder en een concernonderdeel ontstaan. Dit zijn intra-groep transacties. Bij deze

transacties is er per definitie geen sprake van een ‘*principal – agent*’ relatie tussen de moeder en een concernonderdeel. De wil van de moeder en de dochter vallen immers samen en er is geen risico op een informatie-asymmetrie. Dit kan uiteraard anders zijn in een concern waarin de moeder niet het bestuur vormt, maar die situatie heb ik in mijn onderzoek uitgesloten.¹⁷⁰ Een ander kenmerk van een concern is dat altijd een concernonderdeel een rechtsverhouding met een externe partij aangaat zoals de bank en de leverancier. De bank gaat een contract aan met de moeder waarbij ik ervan uitga dat de bank de andere concernonderdelen met een concerngarantie contractueel aan de concernschuld verbindt. Het oprichten van een rechtspersoon binnen het concern heeft als gevolg dat de moeder een rechtsverhouding met bijvoorbeeld een externe partij op afstand kan plaatsen. De leverancier sluit een contract met een concernonderdeel en niet met de moeder. Vanwege de beperkte aansprakelijkheid van een aandeelhouder van een rechtspersoon (zie hoofdstuk 8) kan de leverancier de moeder niet zondermeer aansprakelijk stellen. De leverancier heeft op verschillende manieren wel indirect met de moeder te maken. De moeder bepaalt immers de feitelijke wil van een concernonderdeel door haar rol als bestuurder. Dit betekent dat de bron van een risico op opportunistisch handelen bij de moeder kan liggen. Daarnaast kan de moeder een concurrente schuldeiser van een leverancier zijn door de ‘*interne*’ contracten tussen de moeder en een concernonderdeel. Verder kan de moeder de positie van de leverancier verslechteren door een contract tot concernfinanciering met een bank aan te gaan. Bij faillissement van een concernonderdeel krijgt de leverancier dan tevens met de bank als concurrente schuldeiser te maken. Dat de moeder een bepaalde mate van zeggenschap heeft betekent echter niet dat de moeder per definitie opportunistisch handelt en daarmee per definitie aansprakelijk moet zijn voor alle schulden van een concernonderdeel. Zoals ik in de vorige paragraaf heb uitgelegd kan een moeder legitieme redenen hebben om

¹⁷⁰ Verder ga ik er in mijn onderzoek er gemakshalve vanuit dat de moeder als enige het management in een concern voert en er geen middenmanagement is.

rechtspersonen binnen een concern op te richten. De keuzes die de moeder maakt bij de organisatie van het concern kunnen daarbij efficiënt zijn. De vraag die ik in mijn onderzoek aan de orde stel is onder andere welke juridische instrumenten mogelijk (bijvoorbeeld de aansprakelijkheid van de moeder als bestuurder van een concernonderdeel) en wenselijk zijn om een dergelijk risico op opportunistisch handelen weg te nemen. Ik kom daar in hoofdstuk 9 op terug.

3.2.2 Mate van zelfstandigheid

Een ander manier om een economische eenheid af te bakenen is te kijken naar de mate waarin een rechtspersoon of een concernonderdeel zelfstandig economische activiteiten kan uitvoeren. Het perspectief van de analyse is dan niet meer de zeggenschap van de moeder, maar de handelingsruimte van een concernonderdeel. De mate van zeggenschap van de moeder en de mate van zelfstandigheid van een concernonderdeel zijn daarbij twee zijden van dezelfde medaille. Als de moeder veel zeggenschap uitoefent dan betekent dit dat een concernonderdeel minder zelfstandig kan opereren. Een concernonderdeel is zelfstandig als deze onafhankelijk van andere rechtspersonen (i.c. de moeder) economische en commerciële beslissingen kan nemen¹⁷¹ en autonoom kan handelen.¹⁷² Als een concernonderdeel zelfstandig handelt dan komt deze op grond van haar eigen besluitvormingsproces en afwegingen en heeft zelf de keuze om een transactie wel of niet aan te gaan. Als de moeder feitelijk de wil van een concernonderdeel bepaalt of als de moeder en een concernonderdeel exact dezelfde

¹⁷¹ Nicolaidis e.a. 2005, p. 15. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – IIb 2019/157 over de instructiebevoegdheid van een moeder in concernverband.

¹⁷² Zie bijvoorbeeld overweging 83 GvEA van 15 september 2005, zaak T-325 /01 (DaimlerChrysler). Zie ook GvEA van 18 september 1996, zaak T-387/94 (Asia Motor France (no. 3)) waar het ging over de mate van autonomie van een onderneming. Zie ook ro. 33 van de Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 21 december 2016, zaak C-646/15 over het vereiste van autonomie als bestaansrecht voor ondernemingen.

belangen hebben¹⁷³ dan heeft een concernonderdeel geen mogelijkheid om haar eigen wil te bepalen.¹⁷⁴ Een concernonderdeel opereert niet zelfstandig als deze op geen enkele wijze zelf haar marktgedrag bepaalt¹⁷⁵ of als deze zelf geen enkel risico loopt.¹⁷⁶ In mijn onderzoek is deze variabele niet relevant. Mijn uitgangspunt is dat de concernonderdelen niet zelfstandig opereren en de moeder de volledige zeggenschap heeft. De reden hiervoor is dat ik mij vooral wil richten op de rechtsverhouding van de concernonderdelen en de moeder met de bank of de leverancier. Het gaat mij niet om een analyse van de verschillende vormen van zeggenschap door de moeder. Omwille van de volledigheid van de analyse noem ik deze variabele hier toch in het kort.

3.2.3 Economische afhankelijkheid tussen concernonderdelen

Een laatste variabele die ik beschrijf is de economische verwevenheid of afhankelijkheid tussen concernonderdelen. Als de concernonderdelen in sterke mate economisch afhankelijk van elkaar zijn dan is het voor schuldeisers lastig om de juiste risicopremie in rekening te brengen. Het faillissement van het ene concernonderdeel kan leiden tot het faillissement van een ander concernonderdeel. De variabele van economische afhankelijkheid is een andere wijze van afhankelijkheid dan de centrale zeggenschap van de moeder. Van Achterberg

¹⁷³ Zie overweging 73 van de Conclusie van de Adv. Gen. Lenz van 25 april 1996, zaak C-73/95 P (Viho/Commissie) waarin hij aangeeft dat in de VS vergelijkbare criteria spelen.

¹⁷⁴ HvJ van 12 juli 1984, zaak C-170/83 (Hydrotherm Gerätebau vs. Andreoli).

¹⁷⁵ Goyder en Albors – Llorens 2009, p. 79. Zie ook GvEA van 15 september 2005, zaak T-325/01 (DaimlerChrysler) en HvJ van 24 oktober 1996, zaak C/73/95 P (Viho/Commissie). Zie ook Conclusie van Adv. Gen. Pitruzzella van 15 april 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz) en HvJ van 6 oktober 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz) over de mate van zeggenschap van de moeder en de mate van het afhankelijk opereren van dochterondernemingen in een economische eenheid.

¹⁷⁶ GvEA van 15 september 2005, zaak T-325/01 (DaimlerChrysler).

beschrijft bijvoorbeeld verschillende vormen van verbondenheid binnen een concern. Zij beschrijft deze verbondenheid echter in termen van kapitaaldeelname of een andere vorm van verbondenheid. Het doel van deze verbondenheid is volgens haar om de zeggenschap van de moeder vorm te geven.¹⁷⁷ Ik heb het over een andere vorm van afhankelijkheid die kan bestaan tussen de concernonderdelen. Een tegenslag in de markt waar het ene concernonderdeel actief is heeft gevolgen voor het economisch handelen van een ander concernonderdeel. Pepels heeft het in dit verband over de mate van economische integratie van een concern waarbij de verwevenheid ontstaat vanwege het handelen in vergelijkbare markten.¹⁷⁸ Dit onderscheidt hij van het uitvoeren van gemeenschappelijke groepsactiviteiten door de moeder, zoals een gezamenlijke marketingstrategie of het gebruik van de juridische afdeling van het concern (zie ook hoofdstuk 7) en de gevolgen van financiering voor de gehele groep (hoofdstuk 13). Het gaat mij in dit hoofdstuk vooral om de economische integratie. Squire erkent de moeilijkheid bij dit criterium van economische verbondenheid en geeft aan dat ‘*a complete answer to this question (mate van economische verwevenheid – PvA) requires further scholarship.*’¹⁷⁹ In de wettelijke definities van het groepsbegrip van artikel 2:24b BW of het Duitse concernrecht komt deze variabele bijvoorbeeld niet expliciet terug. In deze definities gaat het vooral over de centrale leiding en de invulling van de rol en de verantwoordelijkheden (en aansprakelijkheid) van de moeder.

De variabele van de economische afhankelijkheid binnen een concern komt op een aantal onderdelen in mijn onderzoek terug. In hoofdstuk 9 geef ik bijvoorbeeld aan dat het in de EU mogelijk moet worden gemaakt om in de EU op grond van één toepasselijk faillissementsrecht het faillissement van verschillende concernonderdelen gecoördineerd af te wikkelen als blijkt dat de concernonderdelen in een bepaalde mate economisch afhankelijk van elkaar zijn.

¹⁷⁷ Zie Van Achterberg 1989, p. 47 – 51. Zie ook Van Oostrum 2019.

¹⁷⁸ Pepels 2021.

¹⁷⁹ Squire 2009, p. 1210.

Om te zorgen dat de lidstaten de variabele van de economische afhankelijkheid op een vergelijkbare wijze gaan gebruiken stel ik voor dat de Europese Commissie de variabele van economische afhankelijkheid uitwerkt. Dit kan door aanscherping van het groepsbegrip of het begrip concern zoals uitgewerkt in de richtlijnen voor geconsolideerde jaarrekeningen van de Vierde Richtlijn 78/660/EEG en de zevende Richtlijn 83/349/EEG. De Europese Commissie kan vervolgens voorstellen doen het begrip van economische afhankelijkheid toe te passen bij bijvoorbeeld aanscherping van de groepscoördinatieprocedure uit de Europese Insolventieverordening. In hoofdstuk 9 kom ik hierop terug.¹⁸⁰

Vanwege het belang van deze variabele doe ik in deze paragraaf een voorzichtig voorstel voor een nadere invulling van de economische verwevenheid. Squire beschrijft economische afhankelijkheid in termen van onderlinge correlatie in het economische handelen van concernonderdelen.¹⁸¹ Een interne correlatie omschrijft hij als de relatie tussen het risico dat twee concernonderdelen volgtijdelijk failliet gaan. Om van economische afhankelijkheid te kunnen spreken moet er dus in ieder geval sprake zijn van economische risico's die voor beide concernonderdelen gelijktijdig opgaan. Volgens Squire is een indicatie van mogelijke interne correlatie dat de moeder een bepaalde mate van controle uitoefent.¹⁸² Eerder in dit hoofdstuk heb ik al aangegeven dat de zeggenschap van de moeder nog niets zegt over een mogelijke inefficiëntie vanwege concernvorming. Dat de moeder zeggenschap uitoefent is niet bepalend voor de mate van economische afhankelijkheid tussen concernonderdelen. Een moeder kan in een concern de feitelijke zeggenschap hebben over verschillende concernonderdelen die economisch volstrekt onafhankelijk van elkaar zijn. De

¹⁸⁰ Zie ook Pepels 2021 die ervoor pleit het groepsbegrip zo doelgebonden in te vullen. De invulling van het groepsbegrip voor herstructurering moet er dus op gericht zijn dat een groep op een effectieve wijze is te herstructureren.

¹⁸¹ Squire 2011, Squire 2009 en Pepels 2021.

¹⁸² Squire 2009.

moeder kan bijvoorbeeld concernonderdelen opzetten die elk in een eigen deelmarkt opereren. Een voorbeeld is een conglomeraat. Een oorzaak van het faillissement van twee concernonderdelen kan uiteraard het mismanagement van een moeder zijn met als gevolg dat verschillende concernonderdelen gelijktijdig failliet gaan. Dit betekent echter niet dat de concernonderdelen economische afhankelijk van elkaar zijn en er om die reden mogelijk inefficiënties vanwege concernvorming zijn, omdat de concernonderdelen economisch met elkaar zijn verweven. Uiteraard kunnen er bij mismanagement van de moeder redenen zijn om de moeder aansprakelijk te stellen. Dit staat echter los van de vraag over mogelijke inefficiënties vanwege concernvorming als gevolg van economische verwevenheid tussen concernonderdelen. Een vordering van aansprakelijkheid van de moeder kan gerechtvaardigd zijn, omdat de moeder feitelijk schuldig is aan een faillissement. Dit geldt echter net zo goed bij elke andere aandeelhouder of rechtspersoon die niet als moeder opereert, maar wel de feitelijke zeggenschap uitoefent. Een dergelijke aansprakelijkheid kan net zo goed voorkomen bij rechtspersoon die geen onderdeel van een concern vormt. De feitelijke zeggenschap van een moeder is wat mij betreft nog niet voldoende om van economische verwevenheid tussen concernonderdelen uit te kunnen gaan.

De economische afhankelijkheid moet mijns inziens voortvloeien uit een gedeeld marktrisico.¹⁸³ Die risico's kunnen op verschillende manieren tot uiting komen. Er kan sprake zijn van economische afhankelijkheid als verschillende concernonderdelen in dezelfde sector of relevante markt actief zijn. De concernonderdelen zijn afhankelijk van dezelfde groep afnemers. Als deze groep minder gaat afnemen dan raakt dit de concernonderdelen in gelijke mate. De economische afhankelijkheid kan ook ontstaan als beide concernonderdelen afhankelijk zijn van dezelfde grondstoffen of als één dominante partij de gebruikersrechten levert. Van een economische afhankelijkheid is tevens sprake

¹⁸³ Squire 2009. Zie ook Colpan en Hikino 2010 (p. 20) die het hebben over 'diversified business groups' waarbij de concernonderdelen in verschillende markten opereren.

als de concernonderdelen niet zelfstandig financiering aan kunnen trekken en volledig afhankelijk van concernfinanciering zijn. De afhankelijkheid bestaat als het economisch handelen van een concernonderdeel het handelen van een ander concernonderdeel beïnvloedt. Om economische afhankelijkheid tussen concernonderdelen vast te kunnen stellen kan het nodig zijn om de relevante markt af te bakenen waarin de verschillende concernonderdelen opereren. Het idee is dat concernonderdelen niet economisch verweven zijn als beide concernonderdelen elk in een andere markt actief zijn. De oorzaak van een mogelijk volgtijdelijk faillissement kan dan niet zijn gelegen in een gedeeld marktrisico. Het lastige is echter dat er geen eenduidige definitie van een markt is.¹⁸⁴ In algemene zin is een markt omschreven als een geografisch gebied waar ondernemingen hun producten afzetten.¹⁸⁵ In het Europese mededingingsrecht is er een onderscheid in een relevante geografische en een productenmarkt.¹⁸⁶ Bij een relevante geografische markt gaat het om een afgebakend geografisch gebied waarin een onderneming goederen of diensten aanbiedt, waarbinnen de concurrentievoorwaarden voldoende homogeen zijn en dat van aangrenzende gebieden kan worden onderscheiden doordat daar duidelijk afwijkende concurrentievoorwaarden heersen. Bij een relevante productenmarkt gaat het om alle producten en/of diensten die op grond van hun kenmerken, hun prijzen en het gebruik waarvoor zij

¹⁸⁴ Zie Nevo 2015, p. 57 – 60. Hij geeft een beschrijving van de verschillende zienswijzen op een markt. Zie ook Geroski 1998, p. 691 – 692 of Whish en Bailey 2018, p. 25 – 42.

¹⁸⁵ In de klassieke economische theorie is een markt het geheel van transacties tussen partijen. Zie Nevo 2015, p. 57 – 60 en Geroski 1998, p. 679 – 680. Een andere afbakening waar vooral Geroski (1998, p. 684) op in gaat is een strategische markt waarbij een onderneming zich vooral richt op een bepaalde groep van afnemers. Denk aan Coca-Cola of Apple die een bepaalde doelgroep bedienen.

¹⁸⁶ Zie de Bekendmaking van de Europese Commissie van 9 december 1997 inzake de bepaling van de relevante markt voor het gemeenschappelijke mededingingsrecht (*PbEG, C/372/5*). De Europese Commissie werkt aan een herziening van de afbakening van de relevante markt (zie: de notitie van de Europese Commissie van 12 juli 2021 (SWD(2021) 199 def.)). Zie ook Whish en Bailey 2018, p. 25 – 42.

zijn bestemd, door de consument als onderling verwisselbaar of substitueerbaar worden beschouwd. Daarnaast kan er een economische verwevenheid tussen concernonderdelen zijn als het ene concernonderdeel de goederen of diensten van een ander concernonderdeel nodig heeft om economische activiteiten uit te voeren. Beide concernonderdelen zitten in dezelfde economische keten. Als de vraag naar een product tegenvalt dan hebben alle concernonderdelen die in deze keten opereren hier last van.

Als de concernonderdelen beiden in verschillende relevante markten opereren dan hebben zij met verschillende marktrisico's te maken en zijn zij niet economisch met elkaar verweven. Denk aan het verschil tussen een concernonderdeel dat in het VK of in Duitsland opereert. Er zijn dan verschillende geografische markten waarin de concernonderdelen opereren. De afbakening van de relevante markt kan daarmee een indicator zijn om de economische afhankelijkheid te toetsen.

De functionele afbakening van de relevante markt in concernverband is aan de orde gekomen in de conclusie van de Adv. Gen. Pitruzzella (bevestigd door het HvJ) in de zaak Sumal vs Mercedes over aansprakelijkheid van concernonderdelen binnen het mededingingsrecht.¹⁸⁷ De vraag die hij moest beantwoorden is in hoeverre een concernonderdeel aansprakelijk kon worden gesteld vanwege mededingingsverstoring gedrag van de moeder. Dit is een vorm van neerwaartse aansprakelijkheid in het mededingingsrecht dat moet worden onderscheiden van de opwaartse aansprakelijkheid van de moeder.¹⁸⁸ Om tot zijn conclusie te komen stelt de Adv. Gen. in de eerste plaats vast dat er een economische grondslag is voor de doctrine van de economische eenheid. Dat betekent dat niet zozeer de beslissende invloed van de moeder bepalend is voor de afbakening van een economische eenheid, maar dat er een economische eenheid is die als rechtssubject

¹⁸⁷ Conclusie van Adv. Gen. Pitruzzella van 15 april 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz) en HvJ van 6 oktober 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz).

¹⁸⁸ Vooral die opwaartse aansprakelijkheid zijn in veel mededingingszaken aan de orde geweest.

is aan te merken. De beslissende invloed van de moeder is vooral van belang om de aansprakelijkheid van de moeder vast te stellen.¹⁸⁹ Toch is die beslissende invloed volgens de Adv. Gen. slechts één van de twee noodzakelijke stappen om van een economische eenheid te kunnen spreken. De tweede stap is de afbakening van de economische eenheid zelf, oftewel de onderneming in functionele of economische zin. De onderneming bestaat uit verschillende juridische entiteiten waarvan een deel daarvan op dezelfde wijze kan handelen in een bepaalde relevante markt waar die entiteiten zich als economische eenheid gedragen. Het moet gaan om parallel marktgedrag van die verschillende entiteiten. Bepalend voor de afbakening is dat de economische activiteiten die de moeder en concernonderdelen uitvoeren één geheel vormen waarbij gekeken moet worden naar de concrete houding van de concernonderdelen. Dat betekent dat een concernonderdeel niet tot een economische eenheid behoort als deze andere economische activiteiten verricht dan andere concernonderdelen.¹⁹⁰ Vertaald naar mijn onderzoek betekent dit dat een internationaal concern kan bestaan uit verschillende functionele eenheden of subgroepen waarbij elke subgroep binnen een bepaalde relevante markt opereert. Alleen de concernonderdelen binnen een subgroep zijn dan economisch afhankelijk van elkaar. De subgroepen hoeven onderling niet economisch afhankelijk van elkaar te zijn. Ik kom hierop terug in hoofdstuk 8.3.

¹⁸⁹ Als een moeder 100% van het kapitaal in handen heeft dan geldt als weerlegbaar rechtsvermoeden dat de moeder een beslissende invloed heeft. Zie de uitspraak van het HvJ van 10 september 2009, zaak C – 97/08 P (AKZO) en ro. 30 en 31 van de Conclusie van de Advocaat Generaal Pitruzzella van 15 april 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz) en HvJ van 6 oktober 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz).

¹⁹⁰ In dit geval kan een dochteronderneming niet aansprakelijk zijn voor mededingingsverstoring gedrag van de moeder.

3.3 *Ontwikkeling groepen van rechtspersonen ('business groups') in verschillende landen*

In deze paragraaf ga ik in op het verschil in concernvorming tussen landen. Ik geef een overzicht van de literatuur die hierover is geschreven. Het doel van de analyse uit deze paragraaf is om inzicht te geven in de mate van concernvorming in de EU en de VS. De organisatiestructuur van concerns kan per land verschillen. Colpan en Hikino hebben de ontwikkeling van *'business groups'* in verschillende landen beschreven en geven een aantal verklaringen voor de evolutie van dergelijke groepen.¹⁹¹ De organisatiestructuur van een onderneming, waaronder concernvorming, is van oudsher een manier om economische activiteiten vorm te geven en te reorganiseren.¹⁹² De wijze waarop ondernemingen en concerns zich in een land hebben ontwikkeld hangt af van de economische fase waarin een land zich bevond. Daarnaast is de ontwikkeling van de organisatievorm van ondernemingen afhankelijk van de wijze waarop de financieringsmarkt is ontwikkeld en institutionele factoren¹⁹³ zoals specifieke wetgeving gericht op het stimuleren of ontmoedigen van concernvorming. De analyse van Colpan en Hikino sluit aan bij het onderzoek van Chandler die ontwikkeling van de organisatiestructuur van ondernemingen in de loop van de tijd heeft onderzocht in de VS, het VK en Duitsland.¹⁹⁴ Zo typeert Chandler ondernemingen in het VK als

¹⁹¹ Colpan en Hikino 2016, p. 27 en 42 en Colpan en Hikino 2018-b.

¹⁹² Colpan en Hikino 2016, p. 28 – 29 waarin zij de functie van groepen van ondernemingen omschrijven als *'reorganizing device'* of een *'generating device'*.

¹⁹³ Zie ook Hansmann, Kraakman en Squire 2005, p. 1369 die de geschiedenis van het rechtspersonenrecht beschrijven van Italië in de Renaissance en geven aan dat de fragmentatie van het recht in verschillende Italiaanse staten van destijds ertoe heeft geleid dat er steeds aparte rechtspersonen werden opgezet.

¹⁹⁴ Chandler 1994. Zie ook Hofstede 2002 die de bedrijfsculturen van ondernemingen in de verschillende landen heeft onderzocht. Zo scoren Nederland, Duitsland, het VK en de VS vergelijkbaar op Machtsafstandindex. De landen hechten vergelijkbare waarde aan gelijkheid.

'personal capitalism'. Het kenmerk van dergelijke ondernemingen is geweest dat deze ondernemingen in de tijd van de Tweede Industriële Revolutie (eind 19^e eeuw) vooral de nadruk hebben gelegd op het behoud van voldoende inkomsten ten behoeve van aandeelhouders of werknemers. Dergelijke ondernemingen hebben minder in de uitbreiding van economische activiteiten geïnvesteerd of in het opzetten van nieuwe vestigingen in het buitenland en zijn aanvankelijk relatief klein gebleven qua omvang met een eenvoudig organisatiestructuur. In de VS en Duitsland¹⁹⁵ hebben ondernemingen eerder dan in het VK geïnvesteerd in uitbreiding van activiteiten. Het gevolg hiervan is geweest dat organisatiestructuur eveneens heeft moeten veranderen. Zo is gebleken dat er meer managers nodig waren en dat de ondernemingen externe financiering hebben moeten aantrekken. In de loop van de tijd zijn ondernemingen steeds meer diversiteit aan producten en diensten gaan leveren. Een onderneming concurreerde niet alleen met andere ondernemingen in dezelfde bedrijfstak, maar ook met ondernemingen in andere bedrijfstakken.¹⁹⁶ Het gevolg hiervan voor de organisatiestructuur kan zijn dat een onderneming voor elke bedrijfstak waarin een onderneming actief is een aparte rechtspersonen op gaat zetten. In dat geval ontstaan concerns met dat voor elke deelmarkt afzonderlijke concernonderdelen opricht. Na de Tweede Wereldoorlog zijn vooral Amerikaanse ondernemingen, als gevolg van toenemende wereldwijde concurrentie, hun activiteiten gaan uitbreiden naar niet-gerelateerde markten en

Nederland is daarentegen minder masculien dan de andere landen. Duitsland scoort hoger op de Onzekerheidsvermijdingsindex gevolgd door Nederland, de VS en het VK. In het VK ligt de nadruk in een organisatie op ad-hoc besluitvorming met veel onderlinge afstemming en een grote ondersteunende staf. In de VS is er een sterke divisiestructuur met nadruk op standaardisering van resultaten en een groot middenkader. In Duitsland is er volgens Hofstede een professionele bureaucratie met standaardisering van vaardigheden en een grote groep van uitvoerders.

¹⁹⁵ Chandler 1994 die de organisatievormen in de VS typeerde als *'Competitive managerial capitalism'* en in Duitsland als *'Cooperative managerial capitalism'*.

¹⁹⁶ Chandler 1994, p. 603. Zie ook Colpan en Hikino 2018-b voor een beschrijving van het *'Chandlerian Framework'*.

naar markten in andere landen.¹⁹⁷ Ook dit kan leiden tot het oprichten van nieuwe rechtspersonen binnen een concern, bijvoorbeeld om activiteiten in een bepaald land op te gaan zetten. Er zijn conglomeraten ontstaan van bedrijven in de VS en het VK.¹⁹⁸ In Duitsland is deze ontwikkeling anders verlopen en zijn er geen ‘*American styled conglomerates*’ gekomen.¹⁹⁹ Verder wijst Chandler op een golf aan fusies eind jaren zestig die is gevolgd door een periode in de jaren zeventig waarin ondernemingen juist zijn opgeknapt en waarbij concernonderdelen als rechtspersoon zijn verkocht. Vooral Amerikaanse aandeelhouders hebben de nadruk gelegd op het verkopen van concernonderdelen. In Duitsland is daarentegen geen grote fusie- en overnamegolf geweest.²⁰⁰ Een laatste ontwikkeling waar Chandler op wijst is dat er een ‘*market for corporate control*’ is ontstaan. De aandelen zijn steeds meer in handen van institutionele beleggers of fondsen gekomen.²⁰¹ De ondernemingen en de aandelen van de moeder zijn daarmee in handen van aandeelhouders gekomen die zelf niets met de economische activiteiten van de ondernemingen te maken hadden. Colpan en Hikino beschrijven verder dat in de jaren tachtig omvang van concerns te groot bleken en niet meer vanuit één wereldwijd hoofdkwartier bestuurd konden worden.²⁰² Institutionele beleggers hebben benadrukt dat groepen ondernemingen zich moesten beperken tot het leveren van een beperkt aantal producten of diensten.²⁰³ Dit was een ontwikkeling om te komen tot minder omvangrijke concerns.

Naarmate ondernemingen hun economische activiteiten zijn uitgebreid is parallel een markt van financiers ontstaan. Voor hun uitbreidingen hadden ondernemingen immers meer financiering nodig. De eigen middelen van de onderneming waren te

¹⁹⁷ Colpan en Hikino 2016, p. 19 en Colpan en Hikino 2018-b.

¹⁹⁸ Colpan en Hikino 2016, p. 19 en Colpan en Hikino 2018-b.

¹⁹⁹ Chandler 1994, p. 618 en Colpan en Hikino 2018-b.

²⁰⁰ Chandler 1994, p. 626 en Colpan en Hikino 2018-b.

²⁰¹ Chandler 1994, p. 623 – 628 en Colpan en Hikino 2018-b.

²⁰² Colpan en Hikino 2016, p. 21.

²⁰³ Colpan en Hikino 2016, p. 22.

beperkt voor financiering van de uitbreidingen. In elk land is de financieringsmarkt op een andere manier ontstaan. Zo geeft Chandler²⁰⁴ aan dat ondernemingen in de VS tijdens hun eerste uitbreidingsfase ten tijde van de Tweede Industriële Revolutie externe financiering hebben gekregen van lokale instituties terwijl in Duitsland de bancaire financiering al snel tot ontwikkeling is gekomen. In het VK is de rol van banken aanvankelijk beperkt gebleven tot het beschikbaar stellen van korte termijn financiering.²⁰⁵ In de VS zijn al snel investeringsbanken of ‘*money trusts*’ en industriële ‘*holding companies*’ ontstaan die aandelen van ondernemingen zijn gaan beheren.²⁰⁶ Externe financiers hebben een bepaalde mate van zeggenschap binnen een onderneming gekregen²⁰⁷ met bijbehorende invloed in de organisatiestructuur van ondernemingen of concerns. Banken die bijvoorbeeld een concern financieren zullen eerder aandringen op het behoud concernonderdelen die goed presteren en zullen aansturen op een hoge geconsolideerde kasstroom. Dit kan betekenen dat concerns uit relatief veel rechtspersonen blijven bestaan. In de VS trekken ondernemingen meer met risicokapitaal aan en spelen aandeelhouders een prominentere rol. Aandeelhouders kunnen sneller aandringen op het afstoten van concernonderdelen die het goed doen.²⁰⁸ Het gevolg hiervan kan zijn dat concerns in de VS juist uit minder rechtspersonen bestaan, omdat er meer concernonderdelen zijn verkocht.

Ook kan de wetgeving in een land van invloed zijn op de organisatievorming van ondernemingen en concernvorming. Zo was de VS het eerste land met mededingingswetgeving²⁰⁹, zoals de Sherman Act van 1890 met als doel het voorkomen van grote economische machtsblokken. Economische eenheden die al

²⁰⁴ Chandler 1994, p. 597 en Colpan en Hikino 2018-b.

²⁰⁵ Colpan en Hikino 2016, p. 14.

²⁰⁶ Colpan en Hikino 2016, p. 6.

²⁰⁷ Chandler 1994, p. 597, Colpan en Hikino 2016, p. 14 en Colpan en Hikino 2018-b.

²⁰⁸ Colpan en Hikino 2016.

²⁰⁹ Chandler 1994, p. 600.

bestonden werden opgesplitst.²¹⁰ In de periode tussen de Eerste en Tweede Wereldoorlog voerde de Amerikaanse regering een actief beleid om concernvorming tegen te gaan.²¹¹ In deze periode is de Glass – Steagall Act vastgesteld waarin staat dat investeringsbanken en andere commerciële van elkaar moesten worden gescheiden. Daarnaast kunnen fiscale verschillen tussen landen invloed hebben om de wijze waarop concerns hun structuur opzetten. De moeder kan fiscale motieven hebben om in bepaalde landen aparte rechtspersonen op te zetten. Als twee landen verschillende belastingtarieven hebben dan is er een fiscale prikkel om te zorgen dat de winsten in het land met hoogste belastingtarief zo laag mogelijk uitkomen. Dit kan door het oprichten van een rechtspersoon in dat land en te zorgen dat deze rechtspersoon veel kosten moet maken en daardoor weinig winst maakt. Ik leg dit verder uit in hoofdstuk 7.

Als onderdeel van mijn onderzoek ben ik zelf nagegaan of er een verschil is in aantal rechtspersonen in een concern dat in de VS actief is in vergelijking met een concern dat in de EU actief is. Mijn vermoeden is geweest dat concerns in de EU relatief uit meer rechtspersonen bestaan dan in vergelijking met Amerikaans concerns. In de bijlage bij mijn onderzoek presenteer ik de resultaten van een statistische vingeroefening. Voor een beperkt aantal concerns heb ik gekeken of er een verschil is in aantal rechtspersonen in een concern in de EU in vergelijking met de VS. Ik heb gegevens verzameld over tien internationale concerns met hun hoofdkantoor in de VS en tien internationale concerns met hun hoofdkantoor in de EU. Al deze concerns zijn economisch actief in de VS en de EU. Van elk concern heb ik het aantal rechtspersonen en de omzet op een rij gezet. Uit deze korte analyse lijkt het erop dat een concern over het algemeen in de EU meer rechtspersonen gebruikt om een bepaalde omzet te behalen dan in de VS. De

²¹⁰ Chandler 1994, p. 600 noemt als voorbeeld Standard Oil, American Tobacco en Du Pont die door de federale rechters werden opgedragen om hun ondernemingen op te splitsen in verschillende rechtspersonen.

²¹¹ Colpan en Hikino 2016, p. 16 en 36.

analyse van de gegevens is verre van volledig en de resultaten zijn niet robuust. Al mijn bedenkingen heb ik in de bijlage toegelicht. Ik kan uit deze analyse daarom geen conclusies trekken, maar het onderzoek geeft een indicatie dat concerns in de EU uit meer rechtspersonen bestaan dan in de VS. Als dit klopt dan kan dat betekenen dat het risico op mogelijke inefficiënties vanwege concernvorming in de EU groter zijn dan in de VS. Ik kom hier in verschillende hoofdstukken op terug.

Colpan en Hikino²¹² komen tot de slotsom dat groepen van rechtspersonen van alle tijden zijn waarbij de ontwikkeling per land kan verschillen. Concernvorming is niet een fase die overgaat, maar kan juist een belangrijk middel zijn in de ontwikkeling van landen. De uitdaging in het wetenschappelijke onderzoek is om meer inzicht te krijgen in dynamiek van de intra-groep transacties en organisatievorm.²¹³ In deze paragraaf heb ik maar een korte schets van de historische ontwikkelingen van concerns gegeven. Het doel van mijn onderzoek is niet om een verklaring van concernvorming te geven, maar om na te gaan wat de gevolgen van concernvorming zijn voor de bank en de leverancier. De conclusie is wel dat in elk land de organisatiestructuur van het concern anders kan zijn waarvoor goede historische verklaringen zijn.

²¹² Colpan en Hikino 2016, p. 45.

²¹³ Chandler 1994, p. 627.

4 Financiering van het internationale concern

In het vorige hoofdstuk ging het over het financieringssubject, te weten het internationale concern. In dit hoofdstuk staat de financieringstransactie tussen een concernonderdeel en een bank of leverancier centraal (hoofdstuk 4.1.). Deze transactie kan een internationaal karakter hebben, als het concernonderdeel en de bank respectievelijk de leverancier in verschillende landen zijn gevestigd. Dit kan betekenen dat voor partijen onduidelijkheden ontstaan over het recht dat van toepassing is. De vraag is bijvoorbeeld of een partij die in Nederland is gevestigd en een die in het VK is gevestigd in hun rechtsverhouding uit moeten gaan van het Nederlandse of Engelse recht. Onduidelijkheid over het recht dat van toepassing is kan tot transactiekosten leiden, omdat voor de partijen niet duidelijk is van welk recht zij uit moeten gaan. Daarnaast kunnen transactiekosten ontstaan omdat een van de partijen kennis moet opdoen over het rechtstelsel dat voor deze partij vreemd is. De vraag die in mijn onderzoek centraal staat is in hoeverre transactiekosten bij internationale concernfinanciering vanwege verschillen in recht zijn te voorkomen of te reduceren. Het gaat in dit hoofdstuk vooral om transactiekosten vanwege onduidelijkheid over het recht dat van toepassing is. In hoofdstuk 4.2. ga ik in op de wijze waarop partijen het toepasselijke recht kunnen bepalen.

4.1 *Financieringstransacties*

4.1.1 Redenen voor financiering en vormen van financieringstransacties

4.1.1.1 Structuur van de financieringstransacties

Voor een onderneming is financiering van belang, omdat uitgaven en inkomsten (kasstromen) niet altijd gelijktijdig plaatsvinden. Financiering is over het algemeen nodig om de periode te overbruggen waarbinnen een onderneming geen inkomsten binnenkrijgt, bijvoorbeeld bij het opstarten of uitbreiden van

economische activiteiten. Er is een periode waarin de onderneming moet investeren, bouwen, produceren, de markt moet verkennen, de eerste afnemers moet binden en referenties moet opbouwen.²¹⁴ Dit kost tijd en de onderneming moet leerkosten maken. Bovendien komen de inkomsten voor een onderneming vaak later binnen, bijvoorbeeld vanwege de betalingstermijnen die de onderneming zelf hanteert. Als een onderneming eenmaal voldoende kasstromen genereert dan kan de onderneming hiermee de schuldeisers direct of met inachtneming van een betalingstermijn betalen en is er minder behoefte aan financiering door bijvoorbeeld de bank. In een negatief scenario kan financiering nodig zijn bij een doorstart of herstructurering. Een onderneming moet opnieuw bepalen wat de strategie gaat worden, op welke wijze de onderneming hernieuwd economische activiteiten gaat uitvoeren en de markt opnieuw gaat benaderen. In haar aanbeveling heeft de Europese Commissie²¹⁵ gewezen op het belang van financiering bij herstructurering. De Europese Commissie beschrijft de noodzaak ondernemingen te helpen die potentieel gezond zijn en een tweede kans moeten krijgen. In een vroeg stadium zijn stappen nodig om alle mogelijkheden tot herstructurering te benutten. Uiteindelijk leidt dit volgens de Europese Commissie tot een toename van de totale welvaart voor de onderneming, werknemers en crediteuren.²¹⁶ Om een herstructurering mogelijk te maken is financiering nodig (zie hoofdstuk 9).

De bovenstaande redenen gelden voor een onderneming die uit één rechtspersoon bestaat en voor het concern als economische eenheid. Bij een concern kan er echter een complex aan financieringstransacties ontstaan. Bij een onderneming die uit slechts één rechtspersoon bestaat gaat een financier met één rechtspersoon een contract aan. Bij een concern ligt dat anders. Zo ga ik ervan uit

²¹⁴ Cressy 2012, p. 270.

²¹⁵ Aanbeveling van de Commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissementen en insolventie, (2014/35/EU), hierna: Aanbeveling herstructurering.

²¹⁶ Overweging 1 van de Aanbeveling herstructurering.

dat de moeder een contract met een bank sluit om geconsolideerde concernfinanciering te verkrijgen.²¹⁷ Naast de bank zijn er nog andere financiers die geconsolideerde financiering aan de moeder aanbieden. Dit zijn de aandeelhouders en mogelijk obligatiehouders. De moeder kan de verkregen geconsolideerde financiering gebruiken voor het financieren van haar concernonderdelen. De moeder is dan een ‘interne’ financier binnen het concern (zie hoofdstuk 13). De moeder kan zelf kiezen op welke wijze zij een concernonderdeel financiert, bijvoorbeeld met aandelenkapitaal of door een lening te verstrekken. Verder kan elk concernonderdeel als zelfstandig rechtssubject een contract met een financier sluiten. Een concernonderdeel kan dus zelf (deels) externe financiering aantrekken. De moeder kan er bijvoorbeeld voor kiezen om naast de financiering die zij zelf aan een concernonderdeel beschikbaar stelt aanvullende financiers te betrekken voor de financiering van een specifiek concernonderdeel. Verder ga ik ervan uit dat de leverancier een contract met een concernonderdeel sluit. In dit hoofdstuk ga ik ervan uit dat het leverancierskrediet een vorm van korte termijn financiering is.

4.1.1.2 Vormen van financiering en de financieringsmarkt

Er zijn verschillende vormen van financiering, zoals risicokapitaal (aandelen) of contractuele vormen van financiering (lening of leverancierskrediet).²¹⁸ Het onderscheid tussen de vormen van financiering komt onder andere tot uiting in de wijze waarop de partijen afspraken maken over hun gebruikers-, inkomens- en controlerechten (zie hoofdstuk 2).²¹⁹ Een kenmerk van aandelen, is dat

²¹⁷ Zie Winter 1992 voor een uitgebreide beschrijving van de verschillende vormen van concernfinanciering. Zie ook Van Oostrum 2019.

²¹⁸ Schwienbacher en Larralde 2012, p. 376 die een overzicht geven van de verschillende financieringsvormen. Zie ook De Weijts (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020.

²¹⁹ Zie ook Williamson 2002, p. 186.

aandeelhouders een recht hebben op uitbetaling van de winst van een onderneming (residueel inkomensrecht). Daarnaast heeft de aandeelhouder bij het opheffen van een rechtspersoon recht op verdeling van de boedel van een rechtspersoon die wordt ontbonden nadat alle schulden zijn betaald. Het controlerecht van een aandeelhouder komt tot uiting in het stemrecht dat zij heeft in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (hierna: AVA). Dit brengt mee dat een aandeelhouder mee kan stemmen over het ontslaan en het benoemen van het bestuur van een rechtspersoon. Deze AVA van de moeder kan besluiten het bestuur van de moeder te ontslaan en een nieuw bestuur benoemen. In mijn onderzoek ga ik ervan uit dat de moeder de enige aandeelhouder en bestuurder van de dochter is en de moeder alle stemrechten in de AVA van de dochter kan uitoefenen. Bij een contractuele financieringstransactie wil de financier het gebruikersrecht over het geld op termijn terug (aflossing), is er een periodiek vaststaand inkomensrecht (rente of huur) of gaat de financier akkoord met uitstel van betaling van het inkomensrecht (leverancierskrediet). Al deze partijen kunnen zekerheden afspreken die als controlerechten kunnen gelden.

Andere contractuele financiers die een gebruikersrecht op geld geven zijn obligatiehouders. Dit zijn houders van schuldbewijzen die door de onderneming zelf zijn uitgegeven en verhandelbaar zijn. In het concern dat in mijn onderzoek model staat werk ik met de aanname dat alleen de moeder obligaties uitgeeft en niet de concernonderdelen. Elke obligatiehouder gaat een contractuele financieringstransactie met de moeder aan. Dit contract wordt ook wel ‘*indenture*’ genoemd.²²⁰ Vooral grote ondernemingen of concern met een goede kredietwaardigheid maken vaak gebruik van de openbare obligatiemarkt.²²¹ Voor ondernemingen met een minder goede kredietwaardigheid of het MKB is de openbare obligatiemarkt minder goed toegankelijk. In de VS maken ondernemingen relatief meer gebruik van financiering via obligaties dan in de

²²⁰ Zie bijvoorbeeld Bainbridge 2002, p. 69. Zie ook Kalara en Zhang 2018.

²²¹ Butler 2010, p. 438 en Kalara en Zhang 2018.

EU.²²² Een alternatieve wijze van financiering zijn vormen van ‘*crowd funding*’ waarbij een grote groep mensen wordt gevraagd ieder een klein bedrag te lenen. Een voordeel van ‘*crowd funding*’ kan zijn dat een onderneming de ‘*wisdom of the crowd*’ kan gebruiken. Als veel mensen bereid zijn geld beschikbaar te stellen dan is dit een indicatie dat er vraag is naar een bepaalde activiteit.²²³ Het is niet een professionele partij die de risico’s beoordeelt, maar de massa. Een verschil tussen een lening van de bank aan de ene kant en obligaties en ‘*crowd funding*’ aan de andere kant is dat de onderneming bij een lening van een bank zich aan één contractspartij bindt die als professionele partij een relatief sterke onderhandelingspositie kan innemen. Bij obligaties heeft de onderneming te maken met een groot aantal onbekende financiers. Voor de individuele obligatiehouder kan het lastig zijn om de contractuele afspraken af te dwingen of om de afspraken met de andere obligatiehouders te coördineren. De onderhandelingskracht van de individuele obligatiehouder is zwakker. Om die onderhandelingskracht te bundelen kunnen obligatiehouders een tussenpersoon aanstellen die namens alle obligatiehouders het contract met de onderneming beheert (‘*indenture trustee*’).²²⁴ Deze vorm van financiering leidt daarmee tot extra transactiekosten. Gevurtz²²⁵ wijst er wel op dat er een risico van opportunistisch handelen van de ‘*trustee*’ is. Het is nooit zeker of deze in voldoende mate de belangen van alle obligatiehouders behartigt, bijvoorbeeld omdat de ‘*trustee*’ zelf een financieel belang heeft.

²²² Kalara en Zhang 2018, p. 12 – 13.

²²³ Zie bijvoorbeeld Schwienbacher en Larralde 2012 en Kalara en Zhang 2018.

²²⁴ Zie bijvoorbeeld Bainbridge 2002, p. 69.

²²⁵ Gevurtz 2010, p. 143 – 147. Zie ook Stiglitz 2003 die uitvoerig ingaat op de rol van de investeringsbanken bij het creëren van de economische crisis.

Financieringsmix: verhouding eigen en vreemd vermogen

Tussen de EU en de VS blijkt een verschil te bestaan in de financieringsmix van ondernemingen. Ondernemingen in verschillende landen in de EU kennen een andere verhouding tussen eigen en vreemd vermogen in vergelijking met de VS. Butler heeft laten zien dat de obligatiemarkt vooral in de VS een relatief grote rol speelt in vergelijking met de EU.²²⁶ In de EU nemen vooral banken een prominentere positie in.²²⁷ Dembiermont, Drehmann en Muksakunratana beschrijven dat de financiering met krediet de afgelopen 60 jaar behoorlijk is toegenomen. Vooral in de jaren 80 was er een flinke groei van krediet in bijvoorbeeld de VS en het VK. Aan het einde van de jaren 90 ontstond een steeds grotere diversiteit tussen de landen waarbij de positie van de bank in de EU prominenter is geworden.²²⁸ Kalara en Zhang²²⁹ hebben onderzoek gedaan naar de verschillen in de wijze waarop ondernemingen in de EU en de VS worden gefinancierd. Zij maken een onderscheid in landen waar banken relatief veel financiering beschikbaar stellen (zoals Duitsland) en landen waar meer marktgebaseerde financiering de norm is (VS, VK, Nederland). De totale financiering vanuit banken in de EU is relatief groter dan in de VS.²³⁰ In de VS is een belangrijk deel van de financiering afkomstig uit obligaties of aandelenkapitaal.²³¹ In de

²²⁶ Butler 2010, p. 438. Zie ook Zie de Mededeling van de Europese Commissie van 30 september 2015 betreffende het Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie (COM (2015) 468 def.). Zie ook p. 11 van de Commission staff working document of 30th September 2015 about an economic analysis on the Action Plan on building a capital markets union (SWD (2015) 183 final).

²²⁷ Zie de Mededeling van de Europese Commissie van 30 september 2015 betreffende het Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie COM (2015) 468 def. Zie ook p. 11 van de Commission staff working document of 30th September 2015 about an economic analysis on the Action Plan on building a capital markets union (SWD (2015) 183 final).

²²⁸ Zie ook Dembiermont, Drehmann en Muksakunratana 2013.

²²⁹ Kalara en Zhang 2018.

²³⁰ Kalara en Zhang 2018 geven aan dat in de EU de relatieve financiering vanuit banken wel kleiner wordt.

²³¹ Kalara en Zhang 2018, p. 12 – 13 en p. 14 – 16.

onderstaande tabel staan de gegevens over binnenlands krediet in de VS en de EU. Uit de tabel blijkt dat in de VS de private sector relatief veel gebruik maakt van krediet (rij 2). Toch blijkt dat in de VS de bank in vergelijking met de EU weinig krediet aan de private sector verschaft (rij 3).²³² De Europese Commissie wil uiteindelijk toe naar een sterker geïntegreerde kapitaalmarktunie met als doel dat er meer aanbod van niet-bancaire financiering komt.²³³ De verdere uitwerking van kapitaalmarkt laat ik rusten.

2020 (%BNP)	VS	EU	NL	VK	Dtsl
Binnenlands krediet aan de private sector ²³⁴	216	94	101	146	87
Binnenlands krediet aan private sector door banken ²³⁵	54	93	101	146	86

Bron: Wereldbank

(<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=FS.AST.PRVT.GD.ZS&country=#>; juli 2021).

Tabel 4.1: Verschil in wijze van financieren van ondernemingen tussen de VS en de EU.

²³² Zie ook Dembiermont, Drehmann en Muksakunratana 2013.

²³³ Zie ook p. 14 van de Commission staff working document of 30th September 2015) about an economic analysis on the Action Plan on building a capital markets union (SWD (2015) 183 final) en Mededeling van de Europese Commissie van 24 september 2020 betreffende een kapitaalmarktunie ten dienste van mensen en ondernemingen – een nieuw actieplan (COM (2020) 590 def.). Zie ook COM (2015) 468 def. Zie ook Bijlsma, Van Veldhuizen en Vogt 2015 voor een beschrijving van de nadelen van een te grote nadruk op bancaire financiering. De prikkel bij banken is om zo weinig mogelijk risicovolle projecten te financieren. Daarmee stimuleren banken geen innovatieve projecten.

²³⁴ Zie ook CPB 2015, p. 6 – 7 waarin het CPB ingaat op het verschil tussen een meer bank georiënteerd systeem en een land waar vooral andere vormen van financiering beschikbaar zijn, zoals in de VS.

²³⁵ De Wereldbank geeft de volgende definitie van een bank: “*Domestic credit to private sector by banks refers to financial resources provided to the private sector by other depository corporations (deposit taking corporations except central banks), such as through loans, purchases of nonequity securities, and trade credits and other accounts receivable, that establish a claim for repayment. For some countries these claims include credit to public enterprises.*”

4.1.1.3 Verhouding eigen en vreemd vermogen: de optimale financieringsmix

Financiering van de onderneming als bundel van toekomstige kasstromen

Bij het aantrekken van financiering kan de onderneming kiezen voor financiering met eigen vermogen (aandelenkapitaal), vreemd vermogen (obligaties of een bank) of een mix tussen beide. De verhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen staat bekend als de financieringsmix.²³⁶ In dit hoofdstuk ga ik na wat de afwegingen zijn in een keuze voor een financieringsmix is, oftewel de verdeling tussen eigen en vreemd vermogen bij financiering van een onderneming. Binnen een concern ga ik er voor mijn onderzoek vanuit dat de moeder de keuzes voor de financieringsmix maakt. De moeder kiest de financieringsmix bij het aantrekken van geconsolideerde financiering waarbij de moeder een keuze maakt tussen uitgifte van aandelen, uitzetten van obligaties of het aantrekken van (concern)financiering door een bank. Daarnaast maakt de moeder de keuze voor de financieringsmix van elk concernonderdeel afzonderlijk. De moeder kan ervoor kiezen om een concernonderdeel zelf met eigen of vreemd vermogen te financieren. De moeder kan voor de financiering van een concernonderdeel ook een externe financier aantrekken, bijvoorbeeld een bank die een lening aan een

²³⁶ Jensen en Meckling 1976. Zij maken een onderscheid in: 1) aandelenvermogen van de eigenaar of oprichter, 2) aandelenvermogen van derde aandeelhouders en 3) vreemd vermogen. Het voordeel van deze indeling is dat de verhoudingen tussen de verschillende financiers duidelijker wordt. Zij spreken over een *'ownership structure'*. Zie ook hoofdstuk 3.5. van de Commission staff working document of 30th September 2015 about an economic analysis on the Action Plan on building a capital markets union (SWD (2015) 183 final). Hier is uitgelegd wat de verklaring is van een bepaalde verhouding tussen aandelen en schuld. Zie ook De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/ par. 2.2. en 2.3. over het *'leverage financing'* waarbij uitgelegd is dat de waarde van ingebracht eigen vermogen relatief toeneemt naarmate een onderneming meer vreemd vermogen aantrekt. Zie ook Stein 2003 die onderzoekt hoe de financiering binnen een onderneming wordt gealloceerd.

concernonderdeel verstrekt of een financier die risicokapitaal beschikbaar stelt voor een specifiek investeringsproject (zie ook hoofdstuk 13).

De wijze waarop een onderneming haar financiering organiseert is onderdeel van de financieringstheorieën. Het startpunt is de theorievorming zoals uitgewerkt door Modigliani en Miller.²³⁷ De eerste stap in de theorievorming is een beschrijving van een onderneming als een abstracte ‘*black box*’ die als organisatievorm kasstromen kan genereren door het uitvoeren van economische activiteiten.²³⁸ Een kenmerk van een onderneming in deze leer is dat deze naar verwachting toekomstige kasstromen genereert. De onderneming kan deze toekomstige kasstromen gebruiken om de financiers terug te betalen. Daarnaast zijn de toekomstige kasstromen nodig voor betaling van dividend aan de aandeelhouders of rente aan een bank. Als een onderneming meerdere financiers heeft en kiest voor een mix tussen eigen en vreemd vermogen dan betekent dit dat de onderneming de toekomstige kasstromen tussen verschillende financiers moet verdelen.²³⁹ Er zijn meerdere partijen die aanspraak op de toekomstige kasstromen maken.

De volgende stap in de theorievorming is geweest dat, onder perfecte omstandigheden, de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen geen invloed heeft op de waarde van een onderneming, zoals betoogt door Modigliani en Miller.²⁴⁰ Een onderneming of een concernonderdeel wordt dus niet meer waard

²³⁷ Dit volgt uit de propositie I uit Modigliani en Miller 1958, p. 268. Zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/2.3.3. of Couwenberg 2019.

²³⁸ Zie Miller 1988 die uitlegt dat het uitgangspunt de onderneming is zoals die is beschreven door Irvin Fisher. Zie ook Boot en Verheyen 1997, p. 20 in hun uitleg over de kasstroombenadering van Modigliani en Miller (1958). Zie ook Couwenberg 2019.

²³⁹ Voor een uitleg over de financieringstheorieën zie Brealey, Myers en Allen 2011, Boot en Verheyen 1997 of Couwenberg 2019. Zie ook Miller 1988 die het heeft over de correlatie tussen de toekomstige kasstromen en de verschillende risicocategorieën bij de financiering.

²⁴⁰ Modigliani en Miller 1958 en Miller 1988.

(som van de toekomstige kasstromen) als deze met meer of minder eigen vermogen is gefinancierd. De toekomstige kasstromen blijven gelijk, ongeacht de keuze in de financieringsmix. De financieringsmix is een uiting van de verdeling van die inkomende kasstromen tussen de financiers (eigen en vreemd vermogen). De aannames van de Modigliani en Miller theorie zijn in de loop der jaren steeds verder verfijnd zodat stap voor stap een betere financieringstheorie is ontstaan. Miller²⁴¹ legt bijvoorbeeld zelf uit dat als eerste verfijning is gekeken naar de invloed van de wijze waarop een bestuurder dividend uitkeert aan een aandeelhouder (dividendbeleid). Een bestuurder binnen een onderneming kan kiezen om dividend uit te keren of kan het geld gebruiken voor nieuwe investeringen. Die bestuurder heeft een informatievoorsprong ten opzichte van de aandeelhouders waarbij de aandeelhouders alleen met hun stemrecht controle kunnen uitoefenen. Een andere verfijning in de theorievorming is dat het aantrekken van meer leningen invloed heeft op de onderlinge verhouding tussen financiers. Als een onderneming meer leningen aantrekt dan neemt het risico voor de aandeelhouder toe. De onderneming verplicht zich om de toekomstige kasstromen aan te wenden om de contractueel afgesproken rente en aflossing aan bijvoorbeeld de bank te betalen. Deze betalingen staan in rang boven de betalingen aan de aandeelhouder. Pas nadat de bank is betaald kan de onderneming de inkomensrechten aan een aandeelhouder betalen.²⁴² Het risico voor een aandeelhouder neemt toe naarmate de onderneming meer vreemd vermogen aantrekt. In reactie hierop zullen aandeelhouders een hogere risicopremie eisen²⁴³ en meer rendement van de onderneming verwachten.

²⁴¹ Miller 1988. Een aanpassing van de stelling van Modigliani en Miller was dat het dividendbeleid, gegeven een bepaalde hoeveelheid vaststaande investeringen, eveneens geen invloed op de waarde van de onderneming had.

²⁴² Zie Boot en Verheyen 1997, p. 24 – 28.

²⁴³ Dit volgt uit propositie II van Modigliani en Miller, p. 271. Zie ook de uitleg van Brealey, Myers en Allen 2011, p. 453. In het voorbeeld dat zij aanhalen gaan zij uit van een onderneming die oorspronkelijk alleen aandelenvermogen heeft en vanuit die positie extra schuld aantrekt. Boot en

Belastingen en transactiekosten ('Trade – off theory')

Een uitgangspunt in die eerste proposities van Modigliani en Miller was dat er geen belastingen en geen faillissementskosten zijn. In 1963 hebben Modigliani en Miller zelf erkend dat zij onvoldoende rekening met belastingen hebben gehouden.²⁴⁴ Er is namelijk een belastingvoordeel bij financiering met leningen. De rentelasten gaan ten laste van de belastbare winst en leiden tot een lagere belastingdruk. Daarmee is er een fiscale prikkel om met vreemd vermogen te financieren. In internationaal verband kan deze prikkel groter zijn vanwege verschillen in belastingwetgeving tussen landen. Een internationaal concern kan hier gebruik van maken, bijvoorbeeld met een lening van de moeder aan een concernonderdeel. Als een dochter in een land zit met een hoog belastingtarief dan betekent dit dat deze dochter in dat land hoge kosten maakt als deze rente over een lening van de moeder moet betalen. Deze kosten gaan ten laste van de belastbare winst van het concernonderdeel. Het netto-belastingvoordeel door de renteaftrek betekent dat de toekomstige kasstromen bij financiering met vreemd vermogen hoger zijn dan in vergelijking met financiering met eigen vermogen. De waarde van de onderneming neemt dus toe als gevolg van een keuze in de

Verheyen 1997 leggen uit dat door een wijziging van de financieringsmix de gemiddelde kaptaalkosten (Weighted Average Cost of Capital – WACC) gelijk blijven, maar dat er wel een verschuiving kan plaatsvinden tussen de risicopremie van de aandeelhouder of de bank. Zie ook De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/ par. 2.3. met een kritische noot over de theorie van Modigliani en Miller. Aandeelhouders lopen volgens De Weijs niet zozeer meer risico, maar profiteren vooral van het '*leverage effect*'. Dit betekent dat de relatieve waarde van aandelen toeneemt naarmate een onderneming meer vreemd vermogen aantrekt. Zie hierover ook Miller 1988.

²⁴⁴ Modigliani en Miller 1963. Zie ook Couwenberg 2019. Zie ook De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/ par. 2.4. die ingaat op de lastige positie van bijvoorbeeld leveranciers om hun risicopremie te verhogen. Zie ook Miller 1988 die aangeeft dat een deel van de kritiekpunten al waren verwerkt in een bijlage bij hun oorspronkelijke artikel die niet in gepubliceerd.

financieringsmix. Het aantrekken van meer leningen leidt tot hogere toekomstige kasstromen.

Een uiterste consequentie is dat een onderneming zo veel mogelijk vreemd vermogen moet aantrekken zodat de belastingvoordelen zo hoog mogelijk uitvallen.²⁴⁵ Als de onderneming echter meer vreemd vermogen aantrekt dan krijgt de onderneming te maken met mogelijke faillissementskosten. De onderneming moet er dan rekening mee houden dat een schuldeiser bij wanbetaling faillissement aanvraagt en de zeggenschap overneemt. Bij een eventueel faillissement moeten schuldeisers kosten maken, zoals de kosten van advocaten. Daarnaast moeten de financiers er rekening mee houden dat hun vorderingen niet meer betaald worden en de schuldeisers de vordering als verlies moeten afboeken. De verschaffers van vreemd vermogen nemen de inschatting van deze kosten mee in de risicopremie die zij in rekening brengen. De faillissementskosten hebben daarmee een dempende werking op het fiscale voordeel. De mate waarin de faillissementskosten dempend werken is daarbij afhankelijk van het risicoprofiel van een onderneming. Als een onderneming slechte economische vooruitzichten heeft dan kunnen de faillissementskosten hoger zijn dan de fiscale voordelen bij financiering met vreemd vermogen. Voor een dergelijke onderneming is er dan geen fiscale prikkel om vreemd vermogen aan te trekken en een dergelijke onderneming moet kiezen voor een andere vorm van financiering. Dit betekent dat er een *trade-off* is tussen belastingvoordelen en de transactiekosten vanwege een mogelijk faillissement.²⁴⁶

²⁴⁵ Zie Boot en Verheyen 1997, p. 24 en 30 en Brealey, Myers en Allen 2011.

²⁴⁶ Zie bijvoorbeeld Cressy 2012 of Brealey, Myers en Allen 2011, p. 475 – 488. Zie ook Boot en Verheyen 1997, p. 42 – 47 die aangegeven dat de kosten van faillissement een vergelijkbaar effect hebben als de belastingvoordelen. Zij merken wel op dat de verwachte kosten van faillissementen relatief laag zijn. Zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/2.4.1.

Informatie-asymmetrie en ‘agency cost’

In de bovenstaande analyse staan de toekomstige kasstromen van een onderneming steeds centraal. Een andere ontwikkeling in de financieringstheorieën is dat de nadruk komt te liggen op de onderlinge verhoudingen tussen de onderneming en de financiers en de financiers onderling. Dit is meer contractuele benadering van de financiering. Boot en Verheyen maken een onderscheid tussen de gevolgen van het informatieprobleem en het ‘agency’ probleem. Bij dit laatste zijn er naast een informatieprobleem tevens tegengestelde belangen tussen de financiers en de onderneming. Beide onderdelen vallen binnen het bredere thema van de ‘corporate governance’ van een onderneming.²⁴⁷ Het informatieprobleem komt tot uiting doordat de feitelijke beleidsbepaler in een onderneming over meer informatie beschikt dan een financier. Een financier verbindt zich echter wel om geld aan de onderneming beschikbaar te stellen met als risico dat de onderneming het geld niet terugbetaalt. De financier kan nooit met zekerheid vaststellen of de aannames die de onderneming aan de financier presenteert realistisch zijn. Dit heeft een aantal consequenties. Een financier moet kosten maken om de economische aannames van een onderneming over bijvoorbeeld het ondernemingsplan te onderzoeken en moet de onderneming bij het uitvoeren van haar economische activiteiten in de gaten te houden. Een financier maakt screenings- en monitoringskosten die zij aan een onderneming doorberekent. Een ander gevolg van het informatieprobleem is dat een financier nooit zeker weet of een onderneming de juiste informatie over bijvoorbeeld een investeringsproject aan een financier verschaft. Alleen de ondernemer weet welke aannames binnen het investeringsproject juist zijn. Een onderneming die een minder sterk project heeft kan de neiging hebben om het project positiever aan een financier te presenteren. Als reactie hierop kan de financier ervoor kiezen om haar risicopremie te verhogen met een onzekerheidsmarge. Een onderneming die wel

²⁴⁷ Zie Boot en Verheyen 1997, p. 51 – 52. Zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/2.4 of Couwenberg 2019.

een winstgevend project heeft en de juiste informatie aan een financier verschaft moet deze opslag eveneens betalen. Een gevolg kan zijn dat een onderneming met goede projecten de voorkeur heeft om projecten in eerste instantie met eigen middelen te financieren. Op deze manier voorkomt deze onderneming om een onzekerheidspremie te betalen. Er is dan immers geen informatieprobleem. Hetzelfde geldt voor financiering van de concernonderdelen door de moeder. Deze kan als ‘interne’ financier beter de risico’s van een concernonderdeel inschatten dan bijvoorbeeld een bank. Financiering binnen een concern leidt daarmee tot lagere transactiekosten. Als een onderneming te weinig eigen middelen heeft dan moet een onderneming toch externe financiers aantrekken. De onderneming zal als eerste kiezen voor financiering met vreemd vermogen, omdat banken beter in staat zijn om informatie van de onderneming te verifiëren en een minder hoge voorzichtigheidsmarge in rekening brengen. Het informatieprobleem bij banken is over het algemeen kleiner dan bij financiers die risicokapitaal beschikbaar stellen. Boot en Verheyen geven aan dat vooral financiers die eigen vermogen beschikbaar stellen het meest gevoelig zijn voor het informatieprobleem.²⁴⁸ Als gevolg van de onzekerheidsmarge ontstaat er een rangorde in de keuze tussen de verschillende vormen van financiering. Deze visie staat bekend als de ‘*pecking – order theory*’.²⁴⁹

Jensen en Meckling²⁵⁰ hebben een model uitgewerkt waarin de hoogte van de ‘*agency - costs*’ een onderdeel is van de afweging voor een bepaalde financieringsmix. Zij beginnen hun analyse met de aandeelhouder – eigenaar die de onderneming zelf heeft opgericht. Deze aandeelhouder kan ervoor kiezen om andere aandeelhouders te betrekken, bijvoorbeeld om uitbreiding te financieren. De nieuwe aandeelhouders lopen echter aan tegen de ‘*agency*’-problematiek zoals

²⁴⁸ Boot en Verheyen 1997, 57 – 68. Zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/2.4.

²⁴⁹ Boot en Verheyen 1997, 57 – 68 of Brealey, Myers en Allen 2011.

²⁵⁰ Jensen en Meckling 1976.

ik die in hoofdstuk 2 al heb uitgelegd. De nieuwe aandeelhouders moeten monitoringskosten maken, omdat mogelijk de bestaande aandeelhouders of het bestuur zich opportunistisch kan gedragen. Deze kosten verdisconteren zij in hun risicopremie die de onderneming uiteindelijk zelf moet betalen. Hetzelfde gaat op als de onderneming vreemd vermogen aantrekt.²⁵¹ Ook deze financiers brengen hun transactiekosten in rekening. Een onderneming kiest voor een financieringsmix waarbij de opbrengsten in termen van additionele toekomstige kasstromen opwegen tegen de marginale ‘*agency – costs*’. Dit bepaalt dan de optimale financieringsmix.

‘*Agency – costs*’ kunnen ontstaan doordat het bestuur in een onderneming zich opportunistisch gedraagt ten opzichte van bijvoorbeeld de financiers. Boot en Verheyen²⁵² geven als voorbeeld dat een onderneming die te veel financiële reserves het risico loopt dat het management als ‘*agent*’ in onnodige projecten gaat investeren. Een reden hiervoor kan zijn dat het management zich vooral wil profileren. Als een onderneming meer vreemd vermogen aantrekt dan heeft dan is het risico op onnodige investeringsprojecten kleiner, omdat bijvoorbeeld een bank meekijkt en geen belang heeft bij risicovolle investeringen. De keuze voor financiering met vreemd vermogen betekent dan dat er een minder groot risico op opportunistisch handelen is. Myers²⁵³ wijst daarentegen op het risico van een ‘*debt overhang*’ dat ontstaat als een onderneming is gefinancierd met te veel vreemd vermogen. Een gevolg hiervan kan zijn dat een onderneming te weinig in nieuwe projecten gaat investeren. Een onderneming die met alleen aandelenkapitaal is gefinancierd investeert in alle projecten die leiden tot toekomstige kasstromen. Aandeelhouders profiteren hier direct van. Als een onderneming daarnaast eveneens met vreemd vermogen is gefinancierd dan kan de afweging voor financiering in een nieuw project anders uitpakken. Alle additionele toekomstige

²⁵¹ Jensen en Meckling 1976, p. 60 – 61.

²⁵² Boot en Verheyen 1997, 68 – 91.

²⁵³ Zie Myers 1977 en de uitleg van Boot en Verheyen 1997, 85 – 88.

kasstromen die het nieuwe project genereert vallen in de eerste plaats toe aan de bestaande verschaffers van vreemd vermogen. Een aandeelhouder stelt zelf niet snel financiering beschikbaar, ook al leidt het project tot positieve kasstromen. Een oplossing kan zijn dat de onderneming de mogelijkheid heeft om voor nieuwe projecten preferente financiers aan te trekken. De kasstromen die uit het nieuwe project komen gaan dan naar deze preferente aandeelhouders. De bestaande verschaffers van vreemd vermogen zullen hier niet zondermeer mee akkoord gaan. Hun risico neemt toe. Er bestaat een kans dat het project niet succesvol is. De bestaande financiers kunnen hun risicopremie niet meer aanpassen aan dit verhoogde risico. Om een ‘*debt overhang*’ te voorkomen kan een onderneming kiezen voor een bepaalde verdeling tussen vreemd en eigen vermogen. Een ander probleem van een ‘*principal – agent*’ relatie kan zijn dat aandeelhouders het bestuur dwingen te investeren in te risicovolle projecten. Dit risico is groter zijn als een onderneming een faillissement nadert waarbij een aandeelhouder bij faillissement toch haar geld kwijt is. De aandeelhouder heeft een prikkel om aan te sturen op het nemen van onnodige risico’s door de onderneming.

Een oplossing voor de verschillende vormen van de ‘*agency*’ problematiek kan zijn te zorgen voor een machtsevenwicht tussen de verschaffers van vreemd en eigen vermogen.²⁵⁴ Dit ontstaat als de aandeelhouder en de verschaffers van vreemd voldoende controlerechten hebben waarmee zij kunnen optreden tegen mogelijk opportunistisch handelen van de bestuurder. Beide financiers hebben een vergelijkbare invloed in de onderneming en de feitelijke beleidsbepaler kan met beide belangen rekening houden. Er ontstaat een systeem van ‘*checks and balances*’. Volgens Williamson gaat het niet zozeer om een verschil in financieringsbronnen, maar gaat financiering met eigen of vreemd vermogen over de keuze in verschillende vormen van ‘*governance*’.²⁵⁵ Banken zijn daarbij specialisten in het monitoren van bepaalde risico’s binnen een onderneming.

²⁵⁴ Boot en Verheyen 1997, 81.

²⁵⁵ Zie Williamson 2002, p. 186.

Banken zijn ‘repeat players’ die de mogelijkheid hebben om op grote schaal data te verzamelen over een bepaalde sector en daardoor een goede risico-inschatting te maken. Triantis en Daniels beschrijven banken als ‘effective governance players’ waarbij banken niet alleen informatie verzamelen, maar ook effectief kunnen handelen bij onvoorziene omstandigheden, zoals een tijdige ‘exit’.²⁵⁶ Voor andere partijen, zoals leveranciers, vervult de bank tevens een signaalfunctie. Als de bank niet meer aan een onderneming wil lenen dan is dit een teken voor anderen om voorzichtig te zijn.²⁵⁷ Een strategie van banken kan zijn om een nauwe relatie met een onderneming te houden zodat sneller duidelijk is wat er binnen een onderneming speelt (‘relationship lending’).²⁵⁸ Als professionele partij kan de bank daarom een relatief lage risicopremie in rekening brengen en dit leidt voor de onderneming uiteindelijk tot lagere financieringskosten.²⁵⁹

Mijn onderzoek is een uitwerking van de bovenstaande ‘principal - agency’ theorie uit de financieringstheorie (zie ook hoofdstuk 2). De nadruk in mijn analyse ligt daarbij vooral op de controlerechten in internationaal verband die een bank en de leverancier hebben of zouden moeten hebben in hun rol als financier van het concern of haar onderdelen.

4.1.2 Financiering direct gekoppeld aan activa

Naast financiering door een bank zijn er vormen van contractuele financiering die direct zijn gekoppeld aan geleverde activa. Een voorbeeld is een leasemaatschappij die de activa zelf financiert, maar het gebruikersrecht

²⁵⁶ Triantis en Daniels 1995.

²⁵⁷ Zie bijvoorbeeld Stiglitz 2003, p. 161.

²⁵⁸ Zie bijvoorbeeld Berger en Udell 2006. Grote banken kunnen gebruik maken van ‘transaction lending technology’ op basis van harde data terwijl kleine banken het voordeel kunnen hebben van ‘relationship lending’.

²⁵⁹ Zie bijvoorbeeld Posner 2007, p. 427 – 431, Wood 2007 – b, p. 38 – 40 en Dalhuisen 2007, p. 827.

contractueel aan een bijvoorbeeld een concernonderdeel beschikbaar stelt. In ruil hiervoor betaalt de gebruiker een periodiek leasebedrag. De leasemaatschappij zorgt zelf voor financiering van de activa, maar zal de financieringskosten en een risicopremie in de leaseprijs opnemen. De leasemaatschappij kan als professionele partij net als de bank een risicoanalyse van het concernonderdeel maken. Het verschil met de bank is dat de leasemaatschappij gespecialiseerd is in de onderliggende activa en daarmee kan de leasemaatschappij beter dan de bank de activa hergebruiken. De risicopremie kan lager uitkomen in vergelijking met een financiering van de bank. In mijn onderzoek ga ik verder niet in op de rol die een leasemaatschappij speelt.

Een andere vorm van financiering is leverancierskrediet. De financiering komt neer op acceptatie van de leverancier van uitgestelde betaling van zijn of haar inkomensrecht. Het gaat vaak om korte termijn financieringen voor de duur van de betalingstermijn. De financiering is veelal niet geformaliseerd in een uitgebreid contract,²⁶⁰ maar is eerder onderdeel van de algemene voorwaarden. Leveranciers spelen eveneens een belangrijk rol in het inschatten en monitoren van risico's bij een onderneming. De leveranciers zijn soms zelfs beter dan een bank in staat om tijdig risico's te onderkennen.²⁶¹ Vaak onderhouden leveranciers een nauwe band met de onderneming en weten precies weten wat er binnen een onderneming speelt. Bovendien zit de leverancier dicht bij de markt waar de onderneming zich in bevindt en kan lokale risico's nauwkeuriger inschatten. Bij een internationaal concern zal een lokale leverancier beter weten wat er speelt bij het concernonderdeel in het eigen land dan een bank die via de moeder in een ander land concernfinanciering beschikbaar stelt. De bank is dan mede afhankelijk van de kennis en het handelen van de moeder. Verder kan bij leverancierskrediet meespelen dat een onderneming een groter belang hecht aan een goede relatie met

²⁶⁰ Zie Cuñat en García - Appendini 2012 die het als belangrijkste vorm van krediet zien dat kan oplopen tot 17% van de waarde van de totale activa.

²⁶¹ Cole 2010 haalt dit aan als de '*financing – advantage theory*'.

de leverancier dan met de bank. Een bank kan makkelijker te vervangen zijn dan een goede leverancier. Een ander voordeel van een leverancier is dat deze bij executie beter dan de bank in staat kan zijn om bepaalde activa te hergebruiken of te verkopen. Cuñat en García - Appendini²⁶² wijzen er daarbij op dat het beschikbare leverancierskrediet een indicator voor een bank kan zijn om eveneens financiering te verschaffen. Het leverancierskrediet is daarmee een financieringsvorm voor de korte termijn voor liquide bedrijven op basis van een combinatie tussen ‘*transactional*’ en ‘*relationship lending*’.²⁶³ Het leverancierskrediet kan daarmee net als de financiering van een bank een belangrijke bron voor financiering zijn waarbij de leverancier een belangrijke rol kan spelen om de transactiekosten te verminderen.

4.2 *Contracteren met het internationale concern*

4.2.1 Vrijheid van rechtskeuze in het contractenrecht

4.2.1.1 Verdeling transactiekosten bij vrije rechtskeuze

Een kenmerk van financiering van een internationaal concern is dat de concernonderdelen in verschillende landen economische activiteiten uitvoeren. Als de financier en een concernonderdeel in verschillende landen zijn gevestigd dan hebben de partijen te maken met het recht van verschillende landen. Als het recht materieel van elkaar verschilt dan kan dit betekenen dat de controlerechten van de partijen in de verschillende landen anders zijn ingevuld. De ene partij kan in het land van vestiging een controlerecht hebben dat niet in het recht van het land van vestiging van de andere partij geldt. In Nederland heeft een partij bijvoorbeeld de verplichting tot een ingebrekestelling bij niet-nakoming van een contract terwijl dat in Engeland niet geldt. Tussen de contractspartijen leidt dit tot transactiekosten

²⁶² Cuñat en García - Appendini 2012, p 545.

²⁶³ Zie Cole 2010.

vanwege een verschil in recht tussen de landen (extra advocatenkosten, mogelijke juridische onzekerheid vanwege onbekendheid van het vreemde recht).

Een gevolg van materiële verschillen tussen het recht van de verschillende landen bij contracten tussen partijen die in verschillende landen zijn gevestigd is dat de landen afspraken met elkaar moeten maken over het toepasselijke recht. Dit vraagstuk hoort tot het internationale privaatrecht. Vanuit juridisch perspectief is het doel van deze afspraken om onduidelijkheid en daarmee risico's voor contractspartners weg te nemen over het toepasselijke recht. Daarnaast is er een economisch perspectief waarbij het gaat om de vraag welke gevolgen de keuzes in het internationale privaatrecht hebben op de verdelingen van de transactiekosten tussen de partijen. Een keuze voor een toepasselijk recht kan meebrengen dat één van de partijen een materieel rechtsstelsel moet accepteren dat anders is dan in de (lid)staat van zijn vestiging.²⁶⁴ In deze paragraaf ga ik in op de verschillende verwijzingsregels uit het internationale privaatrecht. Ik ga in op de vrije rechtskeuze en het bepalen van het toepasselijke recht bij gebreke aan een rechtskeuze. Daarbij ga ik vooral na hoe ten gevolge daarvan transactiekosten zijn verdeeld. In dit hoofdstuk beperk ik me tot het internationale contractenrecht. Het internationale privaatrecht van andere rechtsgebieden komen in verschillende hoofdstukken terug, zoals het internationale rechtspersonenrecht in hoofdstuk 7, internationale faillissementsrecht in hoofdstuk 9 en het internationale zekerhedenrecht in de hoofdstukken 10 en 11.

4.2.1.2 Regels over vrije rechtskeuze in de EU en de VS

Een uitgangspunt in het internationale contractenrecht is dat partijen die een contract met elkaar aangaan zelf kunnen kiezen welk recht op hun rechtsverhouding van toepassing is. Dit staat bekend als de vrije rechtskeuze van

²⁶⁴ Partijen kunnen ook voor een recht kiezen dat voor beide partijen vreemd recht is. Beide partijen hebben dan te maken met transactiekosten vanwege een verschil in recht.

partijen. Met een vrije rechtskeuze kunnen partijen zelf kiezen voor het recht dat voor deze contractspartijen onderling leidt tot de laagste transactiekosten. Banken willen bijvoorbeeld vaak de kosten van vreemd recht niet dragen. In de Nederlandse Algemene Bank Voorwaarden (ABV) is opgenomen dat het Nederlandse recht van toepassing is, tenzij anders is overeengekomen of het dwingende recht anders bepaalt (artikel 33 ABV). Hetzelfde geldt voor Duitse banken die het Duitse recht in principe willen toepassen (§ 6 (1) ABG). Als partijen volledig vrij zijn in hun rechtskeuze dan leidt een verschil in materieel recht tussen (lid)staten niet per se per saldo tot hogere onderlinge transactiekosten. De partijen kunnen onderling de transactiekosten verdelen en kiezen voor het recht dat voor de partijen zelf tot de laagste transactiekosten leidt.

Een rechtskeuze kan echter wel betekenen dat één van de contractspartijen moet afzien van bepaalde controlerechten die wel gelden in het land waar deze partij is gevestigd, maar niet gelden in het gekozen toepasselijke recht. Een dominante partij binnen een rechtsverhouding kan zich bij een rechtskeuze opportunistisch gedragen en kan een rechtskeuze opdringen aan een afhankelijke partij. Een voorbeeld is een werknemer die wordt gedwongen om af te zien van de waarborgen die in het Nederlandse arbeidsrecht gelden. Verder kan een rechtskeuze ertoe leiden dat partijen die niet bij de rechtskeuze zijn betrokken een deel van hun controlerechten of wettelijke waarborgen verliezen. Een rechtskeuze kan derdenwerking hebben, zoals bij het rechtspersonen- of zekerhedenrecht. Om de belangen van afhankelijke partijen of derden te beschermen kunnen er goede redenen zijn om de rechtskeuze van partijen te beperken, bijvoorbeeld door in een land dwingende regels vast te stellen waar de contractspartijen zich, ongeacht hun rechtskeuze, aan moeten houden. Deze beperking leidt dan automatisch tot hogere transactiekosten voor de partijen die eigenlijk een ander recht willen kiezen. De vraag is of de additionele kosten voor deze partijen opwegen tegen de baten van de andere partijen waar de dwingende regels voor zijn bedoeld. Als de baten hoger zijn dan de kosten dan kan een beperking van de vrijheid van rechtskeuze een

efficiënte keuze zijn. In hoofdstuk 5 kom ik terug op de afwegingen die de lidstaten kunnen maken bij het vaststellen van dwingend recht.

In de EU zijn de afspraken over het internationale contractenrecht vastgelegd in de Rome – I Verordening. Op grond van artikel 3 van de Rome – I Verordening hebben partijen de vrijheid om zelf het toepasselijke recht te kiezen. De rechtskeuze moet nadrukkelijk zijn afgesproken. Een stilzwijgende rechtskeuze is slechts mogelijk als dit blijkt uit concrete omstandigheden die erop wijzen dat partijen deze keuze hebben gewild.²⁶⁵ De mate waarin een rechtskeuze is verder afhankelijk gesteld van het internationale karakter van een rechtsverhouding. De Rome – I verordening is alleen van toepassing bij situaties met één of meer ‘*elements foreign to the internal system of a country*’ oftewel in ‘*gevallen waarin uit het recht van verschillende landen moet worden gekozen*’ (artikel 1, lid 1 van de Rome – I verordening). Het gaat om contractuele verbintenissen waarbij wetgevers van verschillende landen beweren dat hun regels van toepassing zijn.²⁶⁶ In de Rome – I verordening is niet uitgewerkt aan welke criteria precies moet zijn voldaan om te kunnen bepalen of sprake is van een internationaal karakter. Volgens Strikwerda moeten er feitelijk - geografische internationale elementen zijn waardoor meer dan één rechtstelsel voor de toepassing van het recht in aanmerking komt of kan komen.²⁶⁷ Von Hoffman en Thorn wijzen erop dat alleen objectieve factoren van belang zijn, bijvoorbeeld als goederen grensoverschrijdend worden verplaatst of als sprake is van grensoverschrijdende dienstverlening. Het internationale karakter blijkt bijvoorbeeld niet als een contract alleen in een ander land is afgesloten.²⁶⁸ Strikwerda beschrijft dat de bepaling over het internationale

²⁶⁵ Strikwerda/Schaafsma, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, 2019 [no. 226]. Zie ook HR van 23 maart 2008 (ECLI:NL:HR:2008:BC2726) en HR van 6 april 2012 (ECLI:NL:HR:2012:BV1523).

²⁶⁶ Giuliano en Lagarde 1980.

²⁶⁷ Strikwerda 2010. Zie ook Strikwerda/Schaafsma, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, 2019 [no. 226] en Asser/Vonken 10-I 2018/60 – 67.

²⁶⁸ Von Hoffmann en Thorn 2007, p. 434.

karakter vooral bedoeld is om ‘*kennelijk duidelijk te maken dat de verordening alleen geldt voor contractuele verhoudingen met een internationaal karakter*’. Voor Strikwerda ligt dit voor de hand, omdat anders het vraagstuk van het toepasselijk recht geen nut heeft.²⁶⁹ Alle contracten zouden immers onder het toepassingsbereik van de Rome – I verordening vallen en op deze manier zou een ‘*vrijbrief ontstaan voor ontduiking van dwingend recht*’.²⁷⁰ Toch is vrij snel is voldaan aan het internationaliteitsvereiste. Een rechtskeuze is bijvoorbeeld ook mogelijk als een overeenkomst objectief gezien geheel met één land is verbonden, maar de partijen een rechtskeuze hebben gedaan voor het recht van een ander land. De partijen blijven wel gehouden aan de dwingende bepalingen van het recht van het land waar hun rechtsverhouding het meest mee is verbonden (artikel 3 lid 3 Rome – I Verordening).²⁷¹ Volgens Strikwerda/ Schaafsma is de discussie over vrije rechtskeuze vrijwel verstomp en is deze in het internationale contractenrecht al wijd geaccepteerd. Vooral als het gaat om bepalingen in het recht die alleen de partijen onderling raken.²⁷² In het VK²⁷³ mogen partijen zelf het toepasselijke recht kiezen, zelfs als er geen enkele band is met het land van rechtskeuze of als sprake is van nationale rechtsverhoudingen. De voorwaarde is dat de partijen een duidelijke keuze hebben gemaakt. Alleen dan kan een rechter uitgaan van het gekozen recht.²⁷⁴ Er gelden nauwelijks beperkingen.²⁷⁵ Van belang is dat de partijen de rechtskeuze bij de rechter bepleiten en de rechtskeuze bewijzen.²⁷⁶ In

²⁶⁹ Strikwerda 2010, p. 102. Zie ook Asser/Vonken 10-I 2018/60.

²⁷⁰ Strikwerda 2010, p. 103 en 118.

²⁷¹ Strikwerda/Schaafsma, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, 2019 [no. 226] en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/744.

²⁷² Strikwerda/Schaafsma, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, 2019 [no. 108].

²⁷³ Na de Brexit is afgesproken dat het VK niet meer gebonden is aan de Rome – I Verordening. Zie Van der Plas 2021 en Sumner 2021.

²⁷⁴ Zie ook Hill en Chong 2010, p. 496 - 498.

²⁷⁵ Fawcett en Carruthers 2008, p. 666 en 680.

²⁷⁶ Fawcett en Carruther 2008, p. 679.

de VS geldt eveneens een ruime mogelijkheid tot rechtskeuze waarbij het uiteindelijk aan de staten zelf is om rechtskeuze toe te staan.²⁷⁷ De Supreme Court heeft aanvankelijk bepaald dat er bij een rechtskeuze een ‘*substantial connection*’ met de staat van rechtskeuze moet zijn.²⁷⁸ In de UCC is dit verlaten en is rechtskeuze mogelijk ‘*whether or not the transaction bears a relation to the State designated*’ (§ 1 – 301 UCC).²⁷⁹ Daarmee is rechtskeuze mogelijk zonder een geografische connectie met de staat die het toepasselijke recht bepaald.²⁸⁰

In de VS en de EU gelden dus ruime mogelijkheden voor een keuze voor het toepasselijke recht dat op hun contractuele verhouding van toepassing is. De partijen kunnen daarmee zelf kiezen voor het recht dat voor hen beide tot de laagste transactiekosten leidt. De volgende vraag is op welke wijze de transactiekosten worden verdeeld als partijen niet zelf voor een toepasselijk recht hebben gekozen. Dit komt in de volgende paragraaf aan de orde.

4.2.2 Verdeling van transactiekosten bij gebrek aan rechtskeuze

Een vraag van een andere orde is de wijze waarop risico’s en transactiekosten van vreemd recht worden verdeeld als er niet voor een toepasselijk recht is gekozen, dus bij gebrek aan rechtskeuze. De vraag is dan op welke wijze in het internationale privaatrecht moet worden vastgelegd welke partij het beste in staat

²⁷⁷ Zie Leflar, McDougal III en Felix 1986, hoofdstuk 7. Zie Symeonides 2015 voor een overzicht van de keuzes van de verschillende staten. Zie ook Asser/Vonken 10-I 2018/361 e.v.

²⁷⁸ Zie Leflar, McDougal III en Felix 1986, p 170. De auteurs geven aan dat de regel van ‘*substantive connection is still good constitutional law*’. Supreme Court *Home Insurance Co v Dick*, 281 US 397 (1930). Zie Symeonides 2015 voor een overzicht van de keuzes van de verschillende staten. Zie ook Asser/Vonken 10-I 2018/361 e.v.

²⁷⁹ Symeonides 2008, p. 216. Volgens Leflar, McDougal III en Felix 1986, p. 418 gold dit al in sommige staten, zoals in New York. Zie ook Asser/Vonken 10-I 2018/361 e.v.

²⁸⁰ Leflar, McDougal III en Felix 1986, p. 417. Zie ook Rühl 2006 die aangeeft dat de wijze waarop in de VS en de EU het toepasselijk recht wordt bepaald vergelijkbaar is. Zie ook Asser/Vonken 10-I 2018/361 e.v.

is de risico (en dus de transactiekosten) van het vreemde recht te dragen. De onzekerheid over het toepasselijke recht komt per definitie alleen voor bij contracten met een internationaal karakter. Als de partijen zelf geen recht hebben gekozen dan moet één van de partijen accepteren dat rechtsvragen worden beslecht op grond van het recht van de lidstaat waar de andere partij is gevestigd. In de Rome – I verordening is het toepasselijke recht gekoppeld aan de ‘gewone verblijfplaats’ van één van de partijen in de rechtsverhouding. De gewone verblijfplaats is de plaats van vestiging van het hoofdbestuur of de hoofdvestiging van een partij (artikel 19 lid 1 Rome – I verordening). De hoofdregel in de Rome – I verordening is dat het recht van toepassing is van de lidstaat van de gewone verblijfplaats van de partij die het belangrijkste element van het contract na moet komen. Dit is de plaats waar het zwaartepunt van het contract is gelegen.²⁸¹ Om het zwaartepunt van het contract vast te stellen is in artikel 4 lid 1 van de Rome – I verordening een lijst opgenomen van een aantal soorten contracten waarbij op voorhand een keuze is gemaakt voor het toepasselijke recht. Bij koop of dienstverlening geldt bijvoorbeeld het recht van de gewone verblijfplaats van de verkoper respectievelijk dienstverlener. Het opnemen van een dergelijke lijst brengt duidelijkheid en rechtszekerheid voor de contractspartijen bij dergelijke contracten met zich mee. Voor deze partijen is het toepasselijke recht op voorhand voorzienbaar. De lijst van voorbeeldcontracten uit artikel 4 in de Rome – I Verordening leidt daarmee tot een verlaging van transactiekosten. Voor alle contracten die niet in het eerste lid zijn opgesomd geldt dat het toepasselijke recht wordt bepaald door de gewone verblijfplaats van de partij die de meest kenmerkende prestatie levert of als uit alle omstandigheden blijkt dat het contract een kennelijke nauwere band met een andere lidstaat heeft (artikel 4, leden 2 en 3 van de Rome – I verordening). De meest kenmerkende prestatie is nooit de betaling van een geldsom (inkomensrecht), maar altijd de nakoming van de prestatie

²⁸¹ Zie ook Asser/Vonken 10-I 2018/202 e.v. en Strikwerda/Schaafsma, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, 2019 [no. 102 – 105 en 227 – 228].

waarvoor betaald moet worden (gebruikersrecht).²⁸² Anders zouden alle overeenkomsten onder de Rome – I vallen²⁸³ en zou het geen onderscheidend criterium meer zijn. Als blijkt dat het toepasselijk recht niet op grond het eerste en tweede lid van artikel 4 van de Rome – verordening kan worden bepaald dan geldt het recht van de lidstaat waar het contract het nauwst mee is verbonden (artikel 4 Rome – I verordening). In de woorden van Schäfer en Lanterman²⁸⁴ komen met de regels uit de Rome – I Verordening de kosten uiteindelijk te liggen bij die partij met een ondergeschikt belang in de rechtsverhouding. Uit de systematiek van de Rome – I verordening volgt dat het risico van het vreemde recht vooral bij de onderneming ligt die een contract aangaat met een partij die gebruikersrechten aan de onderneming levert. Voor een onderneming betekent dit dat bij gebrek aan rechtskeuze dat altijd het recht van de gewone verblijfplaats van de leverancier en de bank van toepassing zijn. De ontvanger van gebruikersrechten (i.c. de onderneming of het concern) draagt daarmee het risico van het vreemde recht en niet de partij die de gebruikersrechten levert (leverancier of bank). Dit sluit aan bij de inzichten uit de *'principal – agent'* theorie. De onderneming of het concern draagt dan als *'agent'* de risico's en daarmee de transactiekosten van het vreemde recht. Om opportunistisch handelen van de onderneming als *'agent'* te voorkomen moet de bank of de leverancier als *'principal'* de controlerechten uit het eigen recht kunnen gebruiken. Het risico bij vreemd recht hangt daarbij wel af van de gekozen organisatievorm (zie vorige paragraaf). De hoofdregel in de Rome – I Verordening over het bepalen van het toepasselijke recht bij gebrek aan rechtskeuze is wat mij betreft de juiste keuze die leidt tot de laagste transactiekosten. De reden hiervoor is dat het risico op het vreemde recht komt te liggen bij de partij die als *'agent'* gebruikersrechten ontvangt.

²⁸² Hill en Chong 2010, p. 521.

²⁸³ Strikwerda 2010, p. 134 en Von Hoffmann en Thorn 2007, p. 441.

²⁸⁴ Schäfer en Lanterman 2006, p. 98 - 99.

In de VS is er bij het bepalen van het toepasselijke recht meer ruimte voor een belangenafweging door een rechter (§ 6 van de Restatement (second)). Het toepasselijke recht hangt af van verschillende factoren, zoals de belangen en doelstellingen van de wetgevers in de verschillende staten, de verwachtingen van partijen of het gemak waarmee het toepasselijke recht kan worden bepaald. Als uit dit afwegingskader niet tot een keuze leidt dan kan een rechter het recht van toepassing verklaren van de staat van de ‘*most significant relation*’ zoals uitgewerkt in §188 Restatement (second). Het zwaartepunt van een contract is dus pas in tweede instanties bepalend om het toepasselijke recht vast te stellen. Een rechter kijkt naar het relatieve belang van de plaats waar het contract is gesloten en de plaats van nakoming. Als de plaats van onderhandeling en nakoming gelijk zijn dan is het recht van deze staat van toepassing (§188 Restatement (second)). In de VS ligt daarmee de nadruk op de belangenafweging van de rechter die in internationale of interstatelijke gevallen een keuze moet maken tussen de verschillende belangen,²⁸⁵ waaronder die van de federale²⁸⁶ en de statelijke wetgevers. Het voordeel van een ruime interpretatievrijheid aan rechters is dat er meer ruimte is om voor elk geval te onderzoeken wat een juiste verdeling van transactiekosten moet zijn. Het nadeel daarentegen is dat het toepasselijke recht minder goed voorspelbaar en tot minder rechtszekerheid leidt. Dit is een nadeel ten opzichte van de keuzes die in de Rome – I verordening zijn uitgewerkt. Een ander

²⁸⁵ Voor een overzicht zie bijvoorbeeld Von Mehren en Murray 2007, p. 233 – 237, Symeonides 2008, p. 92 – 131, Fawcett en Carruthers 2008, p. 28, Symeonides 2015 of Asser/Vonken 10-I 2018/361 e.v.

²⁸⁶ Zie bijvoorbeeld Curie 1963 die vooral naar de positie van de federale wetgever kijkt. Fawcett en Carruthers 2008, p. 30. benadrukken dat het voor rechters schier onmogelijk is de daadwerkelijke achtergrond van een belang van een staat te kunnen doorgronden. Curie 1963, p. 183 merkt overigens op dat het geen probleem zou zijn als er één sterke wetgever komt. Hij roept de federale wetgever dan ook op ‘*to give some attention to the problems of private law*’. Zie ook Symeonides 2015 voor ene beschrijving van de theorievorming van Curie en Asser/Vonken 10-I 2018/361 e.v. voor een overzicht van de Amerikaanse stromingen.

nadeel is meer politiek en staatsrechtelijk van aard. De rechter krijgt als taak om verschillende keuzes van wetgevers af te wegen. Zo beschrijft Jeunger voor de VS de teleologische aanpak waarbij het aan de rechters is om de verschillende oplossingen van nationale wetgevers af te wegen.²⁸⁷ In het afwegingskader van Leflar,²⁸⁸ moet de rechter eveneens een oordeel vellen over de ‘*better rule of law*’. Voor Fawcett en Carruthers²⁸⁹ gaat dit te ver, omdat rechters gaan discussiëren over hervormingen van het recht terwijl dat de taak van de wetgever is. Kropholler uit als kritiekpunt dat in de ‘*Interessenjurisprudenz*’ vaak de nadruk ligt op het korte termijn individuele belang in plaats van de lange termijn belangenafweging en stabiliteit waaronder de rechtszekerheid.²⁹⁰ De rechter moet dan afwegen in hoeverre de juridische ordening van het ene land beter is dan de juridische ordening van een ander land. Hierbij kan de rechter van het ene land tot een andere conclusie komen dan een rechter in een ander land. Bovendien kan de rechter aan wie het geschil aan wordt voorgelegd een voorkeur hebben voor het recht van het eigen land, mede omdat een rechter in de regel zijn eigen recht beter kent dan het recht van een ander land. In mijn ogen is het uiteindelijk aan een Europese wetgever om duidelijke verwijzingsregels vast te stellen op grond waarvan een rechter kan bepalen welk recht van toepassing is.

In dit hoofdstuk heb ik beschreven op welke wijze deze verwijzingsregels in het contractenrecht zijn vastgelegd. Voor de verschillende rechtsgebieden zal ik eveneens nagaan op welke wijze het toepasselijke recht wordt bepaald bij gebrek aan rechtskeuze.

²⁸⁷ Jeunger 2005, p. 169. Zie ook Symeonides 2015.

²⁸⁸ De afwegingen van Leflar zijn: 1) voorspelbaarheid, 2) behoud van de statelijke en internationale order, 3) versimpeling van de taak van de rechters, 4) ‘*advancement*’ van het recht van het forum en 5) toepassing van de ‘*better rule of law*’. Zie Leflar, McDougal III en Felix 1986, hoofdstukken 10 en 11. Volgens Jeunger 2005 leidt de benadering van de ‘*better rule of law*’ tot meer ‘*sensible results*’. Zie ook Symeonides 2015 en Zie ook Asser/Vonken 10-I 2018/361 e.v.

²⁸⁹ Fawcett en Carruthers 2008, p. 34 - 35.

²⁹⁰ Kropholler 2006, p. 32.

5 Belangenafweging door wetgevers

Het zijn wetgevers die rechten vaststellen, zoals de controlerechten. Dit kunnen de landen zijn of de Europese of Amerikaanse federale wetgever. Elk land kan daarbij verschillende keuzes maken, bijvoorbeeld omdat een wetgever de belangen tussen partijen anders weegt dan een ander land. In de EU en de VS is het in eerste instantie aan de (lid)staten om keuzes in de juridische ordening van partijen te maken. Een verschil in wetgeving tussen landen leidt tot inefficiëntie als de kosten van een internationaal opererende onderneming groter zijn dan de baten van de partijen die wetgevers in landen willen beschermen. In dat geval kan uniformering van het recht van de landen per saldo leiden tot verlaging van de transactiekosten. De Europese wetgever en de Amerikaanse federale wetgever kunnen een rol spelen om te komen tot uniforme keuzes in het privaatrecht. In dit hoofdstuk ga ik na wat de mogelijkheden tot uniformering in de VS en de EU zijn en in hoeverre dit in abstracto tot efficiëntie kan leiden.

5.1 *Uniformering van wetgeving*

5.1.1 Uniformering in de VS

5.1.1.1 Taakverdeling federale wetgever en de staten

In de VS ligt de bevoegdheid om federale wetgeving vast te leggen bij het *Congress*. Deze bestaat uit twee kamers, te weten de Senaat en het Huis van Afgevaardigden. Elk van deze kamers heeft de bevoegdheid om voorstellen voor wetgeving te doen. De President moet alle wetten ondertekenen en moet er uitvoering aangeven. De verdeling van de wetgevende bevoegdheden tussen de federale wetgever en de staten is vastgelegd in de Constitutie. In artikel I, sectie 8 van de Constitutie is een lijst opgenomen van onderwerpen van bevoegdheden van de federale wetgever. Voor mijn onderzoek is vooral de ‘*commerce clause*’ van belang die de basis is voor de verdeling van de wetgevende bevoegdheden over

economische activiteiten. In deze clause staat dat: *‘Congress shall have the power to regulate commerce with foreign nations, and among the several States’*. De *‘commerce clause’* is in een lange serie van uitspraken van de Supreme Court aan de orde geweest. Davis en Peltason brengen deze discussie terug tot een drietal vragen, te weten: 1) wat is *commerce*?, 2) wat is interstatelijk? en 3) met welk doel mag de federale wetgever regels stellen?²⁹¹ De huidige uitleg van de *‘commerce clause’* is ruim.²⁹² In de *Lopez-zaak*²⁹³ heeft de Supreme Court bepaald dat de federale wetgever wetten en regels mag maken over: 1) *‘the use of the channels of interstate commerce’*, 2) *‘regulate and protect the instrumentalities of interstate commerce ..., even though the threat may come only from intrastate activities’* en 3) *‘activities having a substantial relation to interstate commerce..., i.e. those activities that substantially affect interstate commerce’*. De federale wetgever blijkt echter gevoelig voor sentimenten van de staten, zoals is gebleken bij het opstellen van de Uniform Commercial Code (hierna: UCC). De federale wetgever had de bevoegdheid om een federale UCC vast te stellen, maar heeft dit bewust aan de staten overgelaten.²⁹⁴ Hetzelfde geldt voor het rechtspersonenrecht.²⁹⁵ Parker en Allemanno merken op dat de constitutionele bevoegdheden en de wil om deze te gebruiken twee totaal verschillende onderwerpen zijn.²⁹⁶ Dat betekent niet dat de federale wetgever geen invloed heeft op het vaststellen van wetten door de staten. Bij het vaststellen van hun rechtspersonenrecht houden staten er altijd rekening mee dat de federale wetgever in kan grijpen.²⁹⁷ Dit kan bijvoorbeeld als de wetgeving van de staten ontoereikend is om bepaalde groepen te beschermen. Bij de *Sarbanes – Oxley Act* heeft de federale wetgever gekozen om wetgeving

²⁹¹ Davis en Peltason 2004, p. 105.

²⁹² Zie Davis en Peltason 2004, p. 110 – 111.

²⁹³ *United States v. Lopez*, 514 U.S.549 (1995).

²⁹⁴ Von Mehren en Murray 2007, p. 115.

²⁹⁵ Zie Cahn en Donald 2010, p. 83 en Pinto en Branson 2004, p. 14 -15.

²⁹⁶ Parker en Alemanno 2014, p. 33.

²⁹⁷ Enriques 2005, Enriques 2017 en Carney en Shepherd 2008.

vast te stellen. De federale wetgever wilde met deze wet een antwoord geven op de boekhoudschandalen zoals die zich voor hadden gedaan bij Enron en Worldcom. Fairfax beschrijft dat deze wet het oordeel van de federale wetgever reflecteert dat de staten op dit onderwerp hebben gefaald en misstanden niet hebben kunnen voorkomen.²⁹⁸ Bainbridge is kritisch en vindt de keuze van de federale wetgever niet te rechtvaardigen, omdat juist staten beter regels kunnen vaststellen. Hij pleit voor concurrentie in wetgeving tussen de staten met als gevolg dat wetgeving op deze wijze steeds beter wordt.²⁹⁹ Ik kom hier later in dit hoofdstuk op terug. Het Amerikaanse faillissementsrecht is eveneens federaal. De Constitutie is hier ogenschijnlijk duidelijk over: ‘*Congress shall have the power to establish..., and a uniform Law on the subject of Bankruptcies throughout the United States*’ (In Artikel I, section 8). Overigens is niet bekend waarom er voor een constitutionele inbedding van het faillissementsrecht is gekozen.³⁰⁰ Via de ‘*commerce clause*’ had *Congress* al de mogelijkheid om federale wetgeving vast te stellen. Daarnaast is de reikwijdte van de clausule niet altijd duidelijk. Ondanks de constitutionele clausulering hebben de staten nog steeds de bevoegdheden om bijvoorbeeld via de UCC de voorrangspositie van partijen te bepalen. Het zekerhedenrecht is onderdeel van de UCC. De federale wetgever kan deze rechten via de Bankruptcy Code procedureel beperken bijvoorbeeld met een ‘*automatic stay*’ waardoor zekerheidsnemers de rechten die uit zekerheden voortvloeien tijdelijk niet kunnen uitoefenen.³⁰¹ Hier kom ik in hoofdstuk 9 op terug.

²⁹⁸ Fairfax 2005.

²⁹⁹ Bainbridge 2003.

³⁰⁰ Lipson 2008.

³⁰¹ Lipson 2008.

5.1.1.2 Uniformering zekerheden- en rechtspersonenrecht door ‘*private legislation*’

Het Amerikaanse zekerheden- en het rechtspersonenrecht ligt net als in de EU primair bij de staten. De wetgeving in deze gebieden is in de VS voor een belangrijk deel tot stand gekomen via een ‘*private legislative process*’.³⁰² Voor deze rechtsgebieden hebben private organisaties modelwetgeving opgesteld die uiteindelijk grotendeels door de staten is overgenomen. Het zekerhedenrecht is onderdeel van de UCC en de modelwetgeving voor het rechtspersonenrecht is de Model Business Corporation Act (hierna: MBCA). Het private wetgevingsproces is al voor de Tweede Wereldoorlog gestart, mede omdat er een grote zorg was over de slechte staat en diversiteit van de toenmalige wetgeving.³⁰³ Hicks³⁰⁴ merkt op dat *Congress* destijds niet de constitutionele mogelijkheid had om uniforme wetgeving vast te stellen. Bovendien bestond de angst dat de federale wetgever te veel macht zou krijgen. De uitwerking van de UCC is geïnitieerd door de American Law Institute (hierna: ALI) en bij de MBCA speelde de American Bar Association (hierna: ABA) een centrale rol.³⁰⁵ De ALI is in 1923 opgericht met als voornaamste taak om ‘*restatements*’ van recht op te stellen die waren bedoeld om het toenmalige recht te duiden en het toepasselijke recht te bepalen. Bij het opstellen van ‘*restatements*’ of modelwetgeving volgt de ALI een standaardaanpak. De eerste stap is het aanstellen van een expert die onderzoek gaat doen. Vervolgens worden in verschillende fasen andere experts betrokken, waaronder rechters, vertegenwoordigers van bedrijven en advocaten. Daarmee verzorgt de ALI een

³⁰² Zie Hicks 1967, Schwartz en Scott 1995 of Scott 1997.

³⁰³ Zie Hicks 1967, p. 573.

³⁰⁴ Zie Hicks 1967, p. 573.

³⁰⁵ Voor een beschrijving van de geschiedenis van de ALI zie bijvoorbeeld Goodrich 1951. Zie ook Macey 1993. Hij wijst op een zekere concurrentie tussen de ALI en ABA. De ABA is minder juridisch is en heeft een beter netwerk met bedrijven.

vorm van consultatie tussen betrokken partijen. De ABA is een beroepsorganisatie van advocaten en is opgericht in 1878 met als doel de juridische beroepsgroep te groeperen. De ALI en de ABA zijn privaat gefinancierd. Zo zijn de oorspronkelijke ‘*restatements*’ van de ALI gefinancierd door giften van de Carnegie Corporation. Daarnaast bestaan de inkomsten uit de gelden van het lidmaatschap en andere donaties.³⁰⁶ De ALI en ABA hebben beide een groot opleidingsprogramma zodat kennis onder studenten wordt verspreid. De UCC is uitgewerkt door de ALI en de National Conference of Commissioners on Uniform State Law (hierna: NCCUSL).³⁰⁷ De NCCUSL bestaat uit vertegenwoordigers van staten. De NCCUSL komt eenmaal per jaar bij elkaar om uniforme wetgeving te bespreken. Als de NCCUSL van oordeel is dat bepaalde regels uniform zouden moeten zijn dan komt er een ‘*drafting committee*’ die voorstellen aan de staten kan doen. Uiteindelijk hebben de meeste staten ervoor gekozen om de modelwetgeving van de UCC als basis te nemen voor hun eigen commerciële wetgeving. Op deze manier is in de VS toch uniforme wetgeving tot stand gekomen doordat de staten dezelfde modelwetgeving over hebben genomen. Een belangrijke reden hiervoor is volgens Schwartz en Scott dat de UCC vooral technisch van aard is en er geen belangenafweging hoeft plaats te vinden.³⁰⁸ Bij milieuwetgeving kan het bijvoorbeeld lastiger zijn om tot uniforme wetgeving te komen, omdat de staten dan een belangenafweging moeten maken. Verder wijst Hicks³⁰⁹ op risico’s van een privaat proces van uniformering. In de loop van de tijd kunnen de statelijke wetten immers uit elkaar groeien, bijvoorbeeld omdat de statelijke rechters de UCC anders interpreteren. Er is geen constitutionele rechter die de uniformiteit kan waarborgen. Om toch de uniformiteit te bewaken is er wel een ‘*Permanent*

³⁰⁶ Zie Goodrich 1951 en Macey 1993.

³⁰⁷ Zie Schwartz en Scott 1995 voor een uitleg over de totstandkoming van de UCC. Zie ook Hicks 1967.

³⁰⁸ Zie Schwartz en Scott 1995, p. 103.

³⁰⁹ Zie Hicks 1967.

Editorial Board’ die met voorstellen kan komen voor wijzigingen en de uniformiteit kan bewaken.

Voor het rechtspersonenrecht geldt eveneens dat een groot deel van de staten de modelwetgeving van de MBCA heeft overgenomen, met uitzondering van Delaware, New York en Californië.³¹⁰ Daarnaast blijkt dat veel ondernemingen kiezen voor het rechtspersonenrecht van de staat Delaware, omdat deze staat een ‘*pro-management environment*’ kent met een flexibel rechtspersonensysteem.³¹¹ Voor de staat Delaware betekent dit dat er extra belastinginkomsten zijn en bovendien is er in Delaware een markt ontstaan van juridische specialisten.³¹² Een voorbeeld is de ‘*Delaware Business Trust*’. Dit is een rechtsvorm waarbij de feitelijke bestuurder een volledige vrije keuze heeft om de organisatiestructuur van een rechtspersoon naar eigen inzicht in te richten.³¹³ Het is een rechtspersoon die een minimale regulering kent en soort blokkendoos voor het opzetten van rechtspersonen. Black legt uit dat het succes van Delaware is te verklaren door een goede rechtspraak en een actieve wetgevende macht.³¹⁴ Als uiteindelijk het merendeel van de ondernemingen in de VS voor de incorporatie van hun onderneming voor het rechtspersonenrecht van Delaware kiest dan is dit een manier om naar een uniformering van recht toe te groeien.³¹⁵

³¹⁰ Bainbridge 2002, p. 16.

³¹¹ Pinto en Branson 2004, p.16 en Gevurtz 2010, p 40.

³¹² Pinto en Branson 2004, p.100.

³¹³ Zie Hansmann en Kraakman 2000-b, p. 432.

³¹⁴ Black 2007. Carney en Shepherd 2008 zijn kritisch op het succes van Delaware. Zij geven aan dat de MBCA in de loop van de tijd meer en sneller is aangepast aan een veranderende samenleving. Daarbij wijzen zij er nog op dat andere staten er niet voor kiezen om het recht van Delaware te kopiëren, maar voor de MBCA hebben gekozen.

³¹⁵ In de EU is het flexibele rechtspersonenrecht uit Nederland uit de jaren vijftig en zestig wel aangehaald als het ‘*Delaware van Europa*’. Zie Van Schilfgaarde/ Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 524 – 525 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/137.

Het kenmerk van het uniformeringsproces in de VS is dat eenduidige wetten in het zekerheden- en rechtspersonenrecht via ‘*private legislation*’ tot stand zijn gekomen. Hier is wel kritiek op. Op voorhand is een privaat wetgevingsproces niet per se efficiënter dan een proces via een formeel wetgevingsproces, waarbij een wetgever zelf het recht ontwikkeld en haar keuzes consulteert. Scott³¹⁶ benadrukt dat voor het opstellen van wetgeving een goede belangenafweging nodig is. Een brede consultatie tussen alle betrokken partijen is een manier om belangen duidelijk te krijgen. De kritiek van Scott op de totstandkoming van de UCC is dat vooral dominante belangengroeperingen betrokken zijn bij het opzetten van de UCC.³¹⁷ Deze hebben uiteraard veel informatie en ervaring en kunnen een nuttige bijdrage leveren bij het opzetten van wetten, zoals de UCC. Een nadeel is dat dominante belangengroepen geen prikkel hebben om andere belangen af te wegen. Dergelijke belangengroepen kunnen bij ‘*private legislation*’ meer invloed hebben dan binnen een formeel wetgevingsproces. Een wetgever kan het normatieve debat beter sturen en heeft meer mogelijkheden om de juiste informatie te verzamelen en te verdelen. Daarnaast is een wetgever beter in staat om een belangenafweging te maken. Scott³¹⁸ pleit voor meer inzicht in de wijze van belangenafweging in beide processen plaatsvindt.

5.1.2 Uniformering in de EU

5.1.2.1 Rolverdeling van de Europese wetgever

In de EU bestaat de Europese wetgever uit verschillende instellingen, te weten de Europese Commissie, het Europees Parlement en de Europese Raad.³¹⁹ De

³¹⁶ Zie Scott 1997, p. 1463.

³¹⁷ Zie Schwartz en Scott 1995.

³¹⁸ Zie Scott 1997, p. 1463.

³¹⁹ Zie Schouten 2012, p. 177 die het wetgevende proces in de EU beschrijft als een ‘*complicated and time – consuming process*’ waaraan een groot aantal spelers aan deelnemen.

bevoegdheden van de verschillende instellingen zijn in het VWEU beschreven. De Europese Raad stelt, eventueel samen met het Europese Parlement, richtlijnen en verordeningen vast. In de Europese Raad zitten de regeringsleiders van alle lidstaten. Besluitvorming door de Europese Raad betekent dat de lidstaten onderling overeenstemming over regelgeving moeten bereiken. De lidstaten stellen dus het recht in hun eigen lidstaat vast, maar kunnen als Europese Unie, als collectief van lidstaten, via de Europese Raad het recht van andere lidstaten beïnvloeden. De Europese Commissie bereidt wetgeving voor en kan voorstellen voor Europese wetgeving aan de Europese Raad doen.

In het VWEU is bepaald op welke wijze de wetgevende bevoegdheden tussen de Europese wetgever en de afzonderlijke lidstaten zijn verdeeld. Er is een onderverdeling gemaakt tussen de bevoegdheden die exclusief aan de Europese wetgever zijn overgelaten (artikel 3 VWEU), gedeelde bevoegdheden (artikel 3 VWEU), ondersteunende of coördinerende bevoegdheden (artikel 6 VWEU) en de bevoegdheden om lidstaten te dwingen om regels te coördineren (artikel 5 VWEU). De Europese wetgever heeft bijvoorbeeld de exclusieve bevoegdheid om mededingingsregels vast te stellen die voor de werking van de interne markt nodig zijn (artikel 3 lid 1 onder b en 4 lid 2 onder a VWEU). Daarnaast staan in het VWEU de fundamentele vrijheden waaronder de vrijheid van vestiging (artikelen 49 – 55 VWEU). Lidstaten mogen deze vrijheden niet zondermeer met eigen wetgeving beperken. Daarnaast kunnen lidstaten en de Europese wetgever wetgevende bevoegdheden met elkaar delen, bijvoorbeeld om te streven naar een ruimte van vrijheid, veiligheid en recht of het vergemakkelijken van de toegang tot de rechter (artikelen 4 lid 2 onder j en 67 VWEU). De Europese verwijzingsregels in het internationale contracten- (Rome-I verordening) en faillissementsrecht uit de Europese Insolventieverordening (hierna: EIV) zijn op deze artikelen gebaseerd. In dit recht is geregeld welk contracten- en faillissementsrecht van toepassing is. Er is een goede reden dat de Europese wetgever deze verwijzingsregels vaststelt. Als de Europese wetgever deze rol niet oppakt dan moeten de lidstaten zelf direct met elkaar in onderhandeling treden om te bepalen

welk recht van toepassing moet zijn. De lidstaten staan dan volgens Kagami tot elkaar als ‘*multi-principals*’³²⁰ waarbij elke lidstaat een neiging zal hebben om zoveel mogelijk het eigen recht van toepassing te verklaren en niet af wil doen aan het eigen ‘*value system*’. Bovendien moeten lidstaten kosten maken om zelf de coördinatie tussen de lidstaten te organiseren³²¹ waarbij geen van de lidstaten een leidende of coördinerende rol wil oppakken. Mede vanwege de grote mate van complexiteit³²² is er vaak ook een neiging om alleen makkelijke zaken te regelen en niet voor een volledig uitgewerkt verwijzingsrecht. Dit pleit voor een Europese coördinatie om te komen tot verwijzingsregels zoals die van de Rome – I verordening en de EIV. De Europese Commissie kan de onderhandelingen tussen lidstaten faciliteren en daarmee de kosten van coördinatie op zich nemen.

Uiteindelijk ligt in de EU, net als in de VS, het primaat van wetgeving bij de lidstaten, zoals dat volgt uit het subsidiariteits- en proportionaliteitsbeginsel.³²³ De Europese wetgever stelt alleen regels vast als de lidstaten bepaalde doelstellingen niet zelf kunnen bereiken voor zover de Europese wetgever een wetgevende bevoegdheid uit het VWEU ontleend. De Europese wetgever neemt alleen maatregelen als deze strikt noodzakelijk zijn (proportionaliteitsbeginsel).

5.1.2.2 Instrumenten om tot uniformering te komen

Binnen de EU bestaan verschillende juridische instrumenten om tot uniformering van het recht van de lidstaten te komen. Dit zijn de formele juridische instrumenten zoals die in de VWEU staan, zoals de verordening of de richtlijn

³²⁰ Kagami 2006, p. 22.

³²¹ Zie bijvoorbeeld Kozuka 2006.

³²² Kagami 2006, p. 18 heeft het over ‘*extremely complex*’.

³²³ Zie artikel 5 VWEU en het Protocol betreffende de toepassing van de beginselen van subsidiariteit en evenredigheid. Zie ook Fukuyama 2022 (hoofdstuk 10) die aangeeft dat de besluitvorming eigenlijk zo laag mogelijk moet worden belegd, tenzij het gaat om fundamentele principes zoals het gelijkheidsbeginsel of een interne markt. In dat geval is een Europese of federale wetgeving nodig.

(artikel 288 VWEU). Een verordening is de meest vergaande wetgevende bevoegdheid van de Europese wetgever. De verordening is verbindend in al haar onderdelen en rechtstreeks toepasbaar in elke lidstaat. Dit is vergelijkbaar met wetgeving van de federale wetgeving in de VS. De lidstaten hoeven een verordening niet om te zetten in nationale wetgeving. De bepalingen uit een verordening gelden vanaf de datum van inwerkingtreding direct in de lidstaten. Voorbeelden zijn de Rome – I verordening en de EIV waarin de verwijzingsregels staan voor het toepasselijke contracten- en faillissementsrecht. Een ander voorbeeld is de SE-verordening,³²⁴ waarmee de Europese naamloze vennootschap (Societas Europaea - SE) is geïntroduceerd. In de SE-verordening staat dat de lidstaten deze Europeesrechtelijke rechtspersoon in hun eigen land moeten erkennen. De SE treedt niet in de plaats van het rechtspersonenrecht van de lidstaten, maar de SE is een alternatieve rechtspersoon die naast de rechtspersonen van de lidstaten zou moeten bestaan. Het idee van de SE is mede om psychologische belemmeringen weg te nemen. Van Schilfgaarde/ Winter / Wezeman en Schoonbrood leggen uit dat bij het samengaan van ondernemingen uit verschillende landen de bestuurders van beide ondernemingen de neiging kunnen hebben om vast te houden aan het recht van hun eigen lidstaat. Met de SE hebben bestuurders een alternatief dat bij bijvoorbeeld een fusie voor beide partijen acceptabel kan zijn.³²⁵ De SE-verordening is anders dan de MBCA uit de VS geen modelwetgeving. Het is een rechtspersonenrecht dat naast het rechtspersonenrecht van de lidstaten bestaat. De SE-verordening kan wel tot uniformering van het rechtspersonenrecht leiden als ondernemingen in de loop van de tijd allemaal voor deze rechtspersoon kiezen. Het aantal SE's beperkt zich in 2010 tot enkele

³²⁴ Verordening nr. 2157/2001 van de Raad van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE) (PbEG, L 294/1).

³²⁵ Van Schilfgaarde/ Winter/ Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 530 – 535 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/139. Zie ook Winter 2002, Asser/Kroeze 2-I 2021/152-154 of Rechtspersoon, vennootschap en onderneming (Huizink) 2016, nr. 11.

honderden in de gehele EU.³²⁶ Het is dus nog niet een rechtspersoon die veel wordt gebruikt. Daarnaast is niet te verwachten dat onderneming die alleen binnen een lidstaat economische activiteiten uitvoeren voor een SE kiezen in plaats van een rechtspersoon uit hun eigen lidstaat. Verder geldt dat als ondernemingen bij een grensoverschrijdende fusie willen kiezen voor een neutraal recht zij al kunnen kiezen voor het rechtspersonenrecht van een andere neutrale lidstaat. Bij de fusie tussen Fiat en Chrysler is bijvoorbeeld gekozen voor de Nederlandse NV.³²⁷ Verder geven Van Schilfgaarde/ Winter / Wezeman en Schoonbrood dat de opzet van de SE in beperkte mate is geslaagd om het oorspronkelijke doel te behalen.³²⁸ Het idee was om een rechtspersoon te creëren die volledig los van het rechtspersonenrecht van de lidstaten zou staan en uitsluitend zou worden geregeerd door Europees recht. Op een groot aantal onderdelen wordt bij de SE echter toch weer verwezen naar het recht van de lidstaten.³²⁹ Volgens Huizink³³⁰ is de inrichting van de SE betrekkelijk ingewikkeld, mede omdat het niet is gelukt een rechtspersoon te creëren die voor alle lidstaten aanvaardbaar bleek.

³²⁶ Zie artikelen 9 en 10 SE-verordening en Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 530 – 535 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/139. Toch wil de Europese Commissie een informatiecampagne starten om de SE in de EU te gaan promoten (zie p. 14 van de Communication from the Commission of 12th December 2012 concerning an Action plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies). Ik zie geen reden waarom de Europese Commissie hier een rol heeft. Zie ook Schmidt 2021 die positiever is over de SE en aangeeft dat er op dit moment wel meer dan 3.000 SE's zijn opgericht. Zie ook Verbrugh 2020 over de SE en zijn voorstellen voor aanpassing van de SE.

³²⁷ Enriques 2017.

³²⁸ Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 530 – 535 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/139.

³²⁹ Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 530 – 535 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/139. Zie ook Asser/Kroeze 2-I 2021/152-154.

³³⁰ Rechtspersoon, vennootschap en onderneming (Huizink) 2016, nr. 11.

Een ander juridisch instrument voor de Europese wetgever is de richtlijn. Dit is een instrument dat in de VS niet voorhanden is. Met een richtlijn kan de Europese wetgever bepalingen opnemen die de lidstaten binnen een daarvoor vastgestelde deadline in hun eigen wetgeving moeten verwerken. De lidstaat mag zelf de vorm en de middelen kiezen voor de implementatie van de bepalingen uit de richtlijn (artikel 288 VWEU). Met een richtlijn beïnvloedt de Europese wetgever de wetgeving in de lidstaten door bepaalde eisen vast te stellen in een richtlijn. Het harmonisatieproces van het Europese rechtspersonenrecht is via richtlijnen tot stand gekomen. In artikel 50 lid 2 onder g VWEU staat dat de Europese Raad en de Europese Commissie tot voorstellen moeten komen om de belangen te beschermen van aandeelhouders en schuldeisers met als doel om de waarborgen gelijkwaardig te maken. Deze Europese doelstelling is tot uiting gekomen in hoeveelheid richtlijnen over verschillende onderwerpen in het rechtspersonenrecht, bijvoorbeeld de openbaarmaking van jaarrekeningen, geconsolideerde jaarrekeningen of grensoverschrijdende fusies.³³¹ Een kritiekpunt op het harmonisatieproces komt van Enriques³³² die aangeeft dat de verschillende vennootschappelijke richtlijnen in de EU nauwelijks tot uniformering hebben geleid. De Europese richtlijnen gaan slechts over onbelangrijke onderwerpen die nauwelijks leiden tot verlaging van transactiekosten. Belangrijke onderwerpen zoals de verantwoordelijkheden van bestuurders komen in de Europese regels bijvoorbeeld niet voor. Een uitzondering is volgens Enriques het jaarrekeningenrecht. Een kanttekening daarbij is wel dat niet duidelijk is dat de uniformering van dit rechtsgebied komt door het vaststellen van de richtlijnen of

³³¹ Zie Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 525, Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/149, Asser/Kroeze 2-1 2021/32 en 504 en Enriques 2005 voor een overzicht van de richtlijnen.

³³² Enriques 2005 en Enriques 2017. Ook Timmersmans 2002 is kritisch waarbij hij wijst op de moeizame besluitvorming in de EU. Zie Roest 2018 die aangeeft dat lidstaten liever via hun eigen wetgeving bepaalde kernwaarden willen beschermen. Zie Verbrugh 2020 met voorstellen aan de Europese Commissie voor verbeteringen in het harmonisatieproces.

dat de lidstaten eigenlijk al bezig waren met het vaststellen van vergelijkbare regels.³³³ Daarnaast zijn er in de EU informele instrumenten om tot uniformering te komen, zoals een aanbeveling van de Europese Commissie of Europese modelwetgeving die dan als inspiratie kan dienen voor de wetgeving van de lidstaten. Een voorbeeld hiervan is de Draft Common Frame of References (hierna: DCFR) dat als modelwetgeving voor het privaatrecht kan gelden zoals voor het zekerhedenrecht.³³⁴ Ik kom hier in de volgende paragraaf op terug. Een ander voorbeeld is de European Model Company Act (hierna: EMCA). Dit is niet zozeer Europese regelgeving, maar een privaatininitiatief dat is geïnspireerd door de opzet van de MBCA uit de VS. Volgens Roest biedt het initiatief vooral een mooi ‘*bottom up*’ waarbij de onderliggende artikelen zijn gebaseerd op rechtsvergelijkende studies.³³⁵

5.1.2.3 Uniformering van het zekerhedenrecht

Het is aan de lidstaten om keuzes in het eigendomsrecht (en dus het zekerhedenrecht) te maken. Het Europese recht laat het eigendomsrecht van de lidstaten nadrukkelijk onverlet (artikel 345 VWEU). Daarmee kan de Europese wetgever niet zelf een uniform zekerheidsrecht vaststellen. Volgens Van Erp brengt de beperking van artikel 345 VWEU echter niet per se mee dat de Europese wetgever in het geheel niet regelgevend mag optreden of dat het eigendomsrecht een volledig exclusieve bevoegdheid van de nationale lidstaten is.³³⁶ Zo wijst Van

³³³ Enriques 2005 en Enriques 2017. Zie ook Asser/Kroeze 2-I 2021/504 e.v. of Van Schilgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 357 e.v. over het Nederlandse jaarrekeningrecht.

³³⁴ Zie bijvoorbeeld Schelhaas 2021 voor een korte beschrijving hiervan en de stand van zaken.

³³⁵ Zie bijvoorbeeld Roest 2018. Zie ook Verbrugh 2018 die ook vooral op het belang van de rechtsvergelijking wijst.

³³⁶ Van Erp 2009, p. 241 – 243. De Europese wetgever kan volgens hem ingrijpen op grond van de artikelen 114 en 115 VWEU. Deze mogelijkheden gelden echter alleen als een maatregel nodig is ter verwezenlijking van de doelstellingen van de interne markt (artikel 26 VWEU). Er moet dan dus wel

Erp op de gevolgen van bijvoorbeeld de richtlijn voor financiële zekerheidsovereenkomsten.³³⁷ Een belangrijke overweging in de richtlijn voor financiële zekerheidsovereenkomsten is het wegnemen van de nadelige invloed van de verschillende rechtstelsels en de voordelen van gemeenschappelijke regelingen voor zekerheden en dus het eigendomsrecht (zie overweging 1 van de richtlijn voor financiële zekerheidsovereenkomsten). De lidstaten zijn volgens de Europese wetgever onvoldoende in staat geweest te komen tot een minimumregeling voor een eenduidig gebruik van zekerheden en om die reden grijpt de Europese wetgever in. Hoewel de richtlijn alleen geldt voor financiële activa kunnen de regels op den duur gevolgen hebben voor het zekerhedenrecht van de lidstaten. Zo moeten de lidstaten bewerkstelligen dat zekerheden die leiden tot overdracht van eigendom rechtsgevolg hebben (artikel 2 lid 1 en artikel 6 van de Richtlijn financiële zekerheidsovereenkomsten). Van Erp geeft een doorkijk naar de komende wijzigingen van de richtlijn waarbij de Europese Commissie zich bijvoorbeeld tevens kan richten op het Nederlandse fiduciaverbod.³³⁸ Dit verbod houdt in dat het in Nederland niet mogelijk is om een eigendomsrecht als zekerheid over te dragen (artikel 3:84 lid 3 BW). Het VK of Duitsland kennen een dergelijk verbod niet en in deze lidstaten mogen zekerheidsnemers een eigendomsrecht als zekerheid nemen. In hoofdstuk 10 kom ik hierop terug.

Verder zijn er in de EU-initiatieven om te komen tot een eenduidig Europees privaatrecht, zoals de DCFR.³³⁹ De DCFR is modelwetgeving waarin een Europees goederenrecht is uitgewerkt, waaronder een zekerhedenrecht. Het onderdeel over het zekerheidsrecht is opgezet in gelijkenis met *article 9* zoals opgenomen in de

een evidente strijd met de interne markt zijn. Zie ook Akkermans en Ramaekers 2010 over de reikwijdte van artikel 345 VWEU. Zie ook Ghio e.a. 2021

³³⁷ Richtlijn 2002/47/EG van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten (PbEG L168/43), hierna Richtlijn financiëlezekerheidsovereenkomsten.

³³⁸ Van Erp 2009, p. 249.

³³⁹ Van Erp 2009, p. 247 – 249 en 250 – 261.

Amerikaanse UCC.³⁴⁰ Volgens Struycken worden hiermee binnen Europa serieuze stappen gezet om te komen tot een alomvattende codificatie van het privaatrecht. Anders dan de SE-verordening is de DCFR geen Europees goederenrecht dat naast het goederenrecht van de lidstaten bestaat. Het is een vorm van modelwetgeving zoals de UCC. Lidstaten kunnen ervoor kiezen om de bepalingen van de DCFR in hun eigen zekerhedenrecht op te nemen. Deze modelwetgeving is niet via ‘*private legislation*’ tot stand gekomen, maar is met financiering van de Europese Commissie door het Max Planck Instituut uitgewerkt.³⁴¹ Het Max Planck Instituut is een wetenschappelijke instelling en geen organisatie die de advocatuur en het bedrijfsleven vertegenwoordigt, zoals de Amerikaanse ALI en ABA. Daarnaast heeft het instituut niet de reputatie van de Amerikaanse instellingen en heeft het weinig tot geen invloed op de wetgevers in de lidstaten om het DCFR in hun recht op te nemen. ‘*Private legislation*’ zoals in de VS ligt in de EU niet voor de hand. In de EU zijn geen vergelijkbare private instituten die het opstellen van een uniform recht kunnen organiseren. In de EU ligt deze taak bij de Europese Commissie die de lidstaten kan overtuigen om de bepalingen van de DCFR in hun goederenrecht op te nemen. Als het DCFR al een soort kopie is van de Amerikaanse UCC dan kan de UCC net zo goed als inspiratie voor de lidstaten gelden. Waarom is per se Europese modelwetgeving nodig? De Europese Commissie kan in mijn ogen beter aangeven welke onderdelen van de UCC in de EU zouden moeten gelden. Een voorbeeld hiervan is de wijze van registratie of bekendmaking van zekerheden zoals dat in de UCC is vastgelegd. In deel III van mijn onderzoek ga ik in op mogelijkheden om in de EU op een vergelijkbare

³⁴⁰ Zie ook Green paper from the Commission of 1st July 2010 on policy options for progress towards a European Contract Law for consumers and businesses (COM (2010)348 final). De Europese Commissie wijst hierin op het succes van de implementatie van de UCC. Zie ook Struycken 2009, p. 160 en p. 169 – 171.

³⁴¹ Zie ook Green paper from the Commission of 1st July 2010 on policy options for progress towards a European Contract Law for consumers and businesses (COM (2010)348 final).

wijze als in de VS registratie van zekerheden in de EU mogelijk te maken. In dit deel bespreek ik eveneens de wenselijkheid om in de EU een uniform Europees zekerhedenrecht op te zetten of in hoeverre harmonisatie van onderdelen van het zekerhedenrecht kan volstaan. In deel III geef ik op onderdelen mijn aanbevelingen aan de Europese Commissie.

5.1.2.4 Proces van wetgeving

Een verschil met de VS is dat er in de EU geen eenduidig proces van uniformering is. In elk rechtsgebied zijn er verschillende stappen genomen om tot uniformering van recht te komen waar steeds voor andere instrumenten is gekozen. Niet alleen het recht van de staten in de VS is uniformer, maar ook het proces van uniformering. Een ander verschil is dat uniformering in de EU via een formeel wetgevingsproces tot stand komt. De Europese Commissie neemt hier een centrale positie in. In het Europese wetgevingsproces zijn daarbij nadrukkelijk mogelijkheden tot consultatie ingebouwd.³⁴² In een White paper van 25 juli 2001³⁴³ beschrijft de Europese Commissie dit als ‘*European governance*’. Dit is het geheel van regels, het proces en het gedrag om tot wetgeving te komen. De Europese Commissie geeft nadrukkelijk aan om gebruik te maken van onafhankelijke expertgroepen en tijdige consultaties met betrokken partijen. Volgens de Europese Commissie gaat participatie niet zozeer over het institutionaliseren van protest, maar is juist bedoeld om tot betere wetgeving te komen.³⁴⁴ De partijen die met wetgeving te maken krijgen moeten er zelf van overtuigd zijn dat de juiste keuzes zijn gemaakt.³⁴⁵ De Europese Commissie erkent wel dat er een balans moet zijn

³⁴² COM (2001) 428 def.

³⁴³ Parker en Alemanno 2014.

³⁴⁴ Parker en Alemanno 2014. Zie ook COM(2019) 178 def.

³⁴⁵ COM (2012) 713 def.

tussen consultaties en snelle wetgeving.³⁴⁶ De wetgever (waaronder op lokaal niveau) kunnen een belangenafweging maken.³⁴⁷

Schouten is kritisch op het wetgevende proces in de EU en wijst op de invloed van de vele belangengroepen zoals financiële intermediairs in Europese wetgevingstrajecten van het Europese rechtspersonen- en zekerhedenrecht.³⁴⁸ Deze groepen hebben over het algemeen belang bij het handhaven van de huidige regelgeving en gebruiken hun invloed om de status quo te handhaven. Schouten toont aan dat dergelijke belangengroepen hun invloed via actieve deelname aan expertgroepen en consultaties doen gelden. De Europese Commissie gebruikt de adviezen van expertgroepen en de uitkomsten van consultatie bij het voorbereiden van wetgeving. Volgens Schouten moet de Europese Commissie zich niet door dominante belangen laten leiden, maar moet een onafhankelijk oordeel vellen over de keuzes die zij aan de Europese Raad voorlegt.³⁴⁹ Het is in hun rol als voorbereider van Europese wetgeving overigens niet de taak van de Europese Commissie om een onafhankelijk oordeel te vellen. Zij moeten vooral inzichtelijk maken welke partijen in het wetgevende proces hebben geparticipeerd en duidelijk maken welke belangen deze partijen behartigen. Daarnaast ligt er een taak voor de Europese Commissie om in hun voorbereiding actief verschillende belangen te betrekken, dus ook de belangengroepen die zich nog onvoldoende hebben georganiseerd en niet deelnemen aan consultaties. De Europese Commissie kan daarbij tevens de lidstaten betrekken die in hun eigen lidstaat consultaties kunnen organiseren. Daarmee is een belangrijke taak van de Europese Commissie om

³⁴⁶ COM (2002) 704 def.

³⁴⁷ Zie ook COM (2018) 703 def. en COM(2019) 178 def.

³⁴⁸ Schouten 2012. Zie ook Enriques 2005 en Enriques 2017.

³⁴⁹ Zie Schouten 2012, p. 207 waar hij schrijft: “*Paradoxically, by involving market practitioners in the legislative process, the European legislature has increased the importance of its own independent judgement on how to increase social welfare.*”

belangen transparant te maken en dat aan de Europese Raad voor te leggen als deze keuzes in het Europese recht moet maken.

5.2 *Wetgeving door lidstaten*

De lidstaten maken zelf keuzes in hun eigen private rechtsordening. Elke lidstaat kan daarbij een eigen belangenafweging maken. Een lidstaat is soeverein bij het vaststellen van de juridische ordening in een lidstaat en heeft het recht zelf een afweging in de belangen te maken van de inwoners in haar lidstaat. Een lidstaat heeft met andere woorden een *'right to regulate'*.³⁵⁰ In de EU staat dit ook wel bekend als het subsidiariteitsbeginsel waarbij de Europese wetgever alleen regels vaststelt als de lidstaten bepaalde doelstellingen niet zelf kunnen bereiken. Een andere eis is dat de Europese wetgever alleen maatregelen neemt die niet verder gaan dan strikt noodzakelijk (proportionaliteitsbeginsel).³⁵¹ Een gevolg van dit *'right to regulate'* is dat een verschil in wetgeving tussen de lidstaten kan ontstaan. Door dit verschil in wetgeving ontstaan transactiekosten die voor rekening komen van een internationaal opererende partij. De centrale vraag in mijn onderzoek is in hoeverre deze transactiekosten moeten worden weggenomen met uniforme regels. Om na te gaan in welke mate uniformering nodig is moet ik de voordelen van uniformering afwegen tegen de nadelen ervan. Deze afweging maak ik met behulp van de efficiëntie-begrippen zoals ik die in hoofdstuk 2 heb toegelicht, te weten Pareto-efficiëntie (iedereen is beter af met uniformering) en het efficiëntie begrip van Kaldor – Hicks (uniformering is nodig als de baten hoger zijn dan de kosten). In sommige gevallen leveren uniforme regels voordelen op voor alle partijen (Pareto – efficiëntie). Een voorbeeld zijn de verwijzingsregels voor het bepalen van het toepasselijke recht voor rechtsverhoudingen met een internationaal karakter (zie bijvoorbeeld hoofdstuk 4). Zonder die verwijzingsregels kan het

³⁵⁰ De term ontleen ik aan Tietje en Baertens 2014.

³⁵¹ Zie Protocol betreffende de toepassing van de beginselen van subsidiariteit en evenredigheid.

toepasselijke recht immers onduidelijk voor partijen blijven waardoor partijen niet weten wat hun rechten zijn. Dit kan ertoe leiden dat partijen in mindere mate in het internationale verkeer willen opereren. In sommige gevallen ontstaat een verschil in wetgeving omdat de ene lidstaat bepaalde belangen zwaarder weegt dan een andere lidstaat. In dat geval zou uniformering nog steeds leiden tot een verlaging van de transactiekosten voor de internationaal opererende partij. Uniforme regels kunnen dan echter ten koste gaan van de belangen die een bepaalde lidstaat wil beschermen. Op grond van het principe van Kaldor – Hicks is uniformering een efficiënte keuze als de baten van de internationaal opererende partij opwegen tegen de kosten ervan voor de partij die een lidstaat wil beschermen.

In deze paragraaf ga ik in op de afweging van belangen door de lidstaten. Ik ga in op een aantal rechtseconomische redenen om het primaat van wetgeving zoveel mogelijk bij de lidstaten te houden. Vanuit de organisatietheorie (onderdeel binnen de rechtseconomische literatuur) beargumenteer ik dat een lidstaat als collectieve besluitvormingsorganisatie beter dan een Europese wetgever de private ordening kan organiseren en belangen van verschillende partijen kan afwegen (hoofdstuk 5.2.1). Ten tweede ga ik in op de voordelen bij een concurrentie in de toepassing van de wetgeving van de verschillende lidstaten (hoofdstuk 5.2.2.). Een dergelijke concurrentie kan leiden tot een dynamisch systeem van een juridische ordening. Verder ga ik in op de mogelijkheden van de lidstaten om dwingende bepalingen in hun wetgeving vast te leggen (hoofdstuk 5.2.3.). Tevens ga ik in op het argument dat in de EU rechtsstelsels naast elkaar kunnen bestaan zonder dat dit per se tot inefficiëntie leidt (hoofdstuk 5.2.4.).

De afweging van een lidstaat tussen de kosten en de baten voor de verschillende partijen, waaronder een internationaal opererende partij, plaats ik in mijn onderzoek binnen de context van de Europese interne markt. Vanuit het perspectief van de EU beredeneerd (en dus de gezamenlijke lidstaten) is juist een belangrijke doelstelling ervoor te zorgen dat grensoverschrijdende transacties op een efficiënte en doeltreffende wijze plaats kunnen vinden, mede vanwege het toenemende internationale verkeer van ondernemingen. Een doelstelling van de

EU is om binnen de interne markt zoveel mogelijk onnodige belemmeringen in het internationale verkeer weg te nemen en daarmee het internationale economische verkeer te faciliteren. Bij de bespreking van de verschillende rechtsgebieden in de delen II en III onderzoek ik dan waar de baten van uniformering van recht in de EU opwegen tegen de kosten ervan.

5.2.1 Wetgeving als vorm van collectieve besluitvorming

In de organisatietheorie uit de rechtseconomische literatuur wordt een overheid of wetgever beschreven als een collectieve organisatievorm van mensen die in een geografisch afgebakend gebied wonen.³⁵² Hansmann³⁵³ vergelijkt een overheid met een kapitaalvennootschap die eveneens een collectieve organisatievorm is. Zijn punt is dat de rechtseconomische overwegingen die bij kapitaalvennootschappen gelden, zoals het risico op opportunistisch handelen van bijvoorbeeld het bestuur, net zo goed spelen bij overheden of wetgevers. Bij de overheid als collectieve organisatievorm is de belastingbetaler de kapitaalverschaffer, oftewel een soort aandeelhouder.³⁵⁴ Net als bij een kapitaalvennootschap kent de overheid een gedelegeerd management (i.e. de regering) dat kan beslissen over publieke investeringen en wetgeving kan voorbereiden. Op grond van een democratisch proces of een vaststaande wetgevingsprocedure kan een overheid beslissingen nemen, zoals het vaststellen van wetgeving. Met het algemene stemrecht kan elke natuurlijke persoon ouder dan 18 jaar (indirect) meestemmen over het ontslag en de benoeming van de

³⁵² De geografische afbakening van een lidstaat is een historisch gegeven. Ik neem gemakshalve aan dat het niet uitmaakt dat de ene lidstaat groter is dan de andere. Het is te verwachten dat het in een kleine lidstaat zoals Luxemburg makkelijker is om belangen af te wegen dan in Duitsland of Frankrijk. Zie ook Fukuyama 2022 die aangeeft dat er geen uitgewerkte liberale theorie is voor het ontstaan van landen.

³⁵³ Hansmann 2014.

³⁵⁴ Hansmann 2014.

regering. Een verschil met de kapitaalvennootschap is dat het stemrecht niet naar rato van het ingebrachte kapitaal is. Een natuurlijke persoon die meer belasting betaalt heeft niet meer stemrechten. Zelfs natuurlijke personen die helemaal geen belasting betalen hebben stemrecht. Een ander verschil met een kapitaalvennootschap is dat sommige kapitaalverschaffers (belastingbetalers) helemaal geen stemrecht hebben, zoals ondernemingen. Alleen natuurlijke personen kunnen stemmen. Rechtspersonen niet. Rechtspersonen betalen daarentegen wel belasting en hebben zich te houden aan de wetten en regels die de overheid als collectieve organisatievorm vastlegt. Om toch een mate van invloed te hebben kunnen ondernemingen een lobby organiseren of meedoen aan marktconsultaties. Net als bij Europese wetgevers speelt hier het risico op de dominante invloed van belangengroeperingen waar een overheid rekening mee moet houden.³⁵⁵ Het is voor een lidstaat makkelijker dan de Europese wetgever om inzicht in verschillende belangen te krijgen en actief alle belangengroepen te betrekken. De collectieve organisatievorm van de Europese wetgever is complexer. Het is een gelaagde structuur waar de lidstaten, die zelf een collectieve organisatievorm zijn, deelnemen aan een collectief van lidstaten, oftewel de Europese Unie. De transactiekosten die een lidstaat moet maken om tot wetgeving en daarvoor verschillende belangengroepen te betrekken zijn naar verwachting lager dan de transactiekosten die een Europese wetgever moet maken. Wetgeving betekent dat een wetgever in een lidstaat de belangen van de inwoners in die lidstaat mag afwegen en mag kiezen welk controlerecht het meest geschikt is.

Een wetgever in een lidstaat kan echter niet alleen rekening houden met de belangen van de bewoners of ondernemingen in de eigen lidstaat, maar moet tevens rekening houden met de belangen van ondernemingen uit andere lidstaten die in haar eigen lidstaat economische activiteiten uit willen voeren. Dit volgt uit de keuze van de lidstaten om samen met andere lidstaten te werken aan de totstandkoming van een interne markt, zoals de Europese Unie. Deze

³⁵⁵ Zie ook Schouten 2012 over de rol van belangengroeperingen bij Europese marktconsultaties.

samenwerking is gestart op het moment van het ondertekenen door de lidstaten van het EG-Verdrag als voorloper van het VWEU. Een interne markt brengt voordelen met zich mee voor inwoners en ondernemingen van elke lidstaat. Een voordeel voor bijvoorbeeld een onderneming is dat deze eenvoudiger (dus tegen lagere transactiekosten) in een andere lidstaat economische activiteiten kan uitvoeren. De toetreding tot een interne markt brengt tevens voordelen voor consumenten met zich mee. Deze kunnen producten of diensten vanuit elke andere lidstaat geleverd krijgen en kunnen kiezen voor producten of diensten tegen de laagste prijs. De keuze om tot een interne markt toe te treden heeft daarentegen als consequentie dat een wetgever in een lidstaat tevens rekening moet houden met belangen van ondernemingen uit andere lidstaten die in de eigen lidstaat economische activiteiten uit gaan voeren. Dit kan betekenen dat een lidstaat bepaalde rechten van een onderneming moet accepteren, zelfs als blijkt dat die rechten in de eigen lidstaat niet bestaan of indruisen tegen de rechten van andere partijen in de lidstaat.

De mogelijkheden voor een lidstaat om zelf een afweging te maken bij een verschil in wetgeving tussen lidstaten vinden hun begrenzing in het Europese recht, zoals dat uiteindelijk is uitgemond in de zogenoemde *Gebhard-criteria*.³⁵⁶ Deze criteria volgen uit de jurisprudentie van het HvJ over de mate waarin lidstaten belemmering mogen vaststellen die in strijd zijn met de Europese vrijheden zijn, zoals de vrijheid van vestiging. In het VWEU staat dat een lidstaat het vrije verkeer niet mag beperken tenzij daar, kort gezegd, een rechtvaardiging voor is. Bij deze beoordeling hanteert het HvJ een vast afwegingskader zoals dat in het *Gebhard-arrest* is uitgewerkt. De eerste stap is dat het HvJ vaststelt dat een maatregel van een lidstaat in strijd is met de Europese vrijheden. Dit betekent dat het HvJ nagaat in hoeverre in hoeverre een bepaalde regeling beperkingen oplegt aan ondernemingen uit andere lidstaten waarbij de beperking niet geldt voor ondernemingen uit de eigen lidstaat. Het HvJ kan vaststellen dat een maatregel in strijd is met de bepalingen over het vrije verkeer. Het HvJ gaat vervolgens na of

³⁵⁶ Zie overweging 37 HvJ van 30 november 1995, zaak C-55/94 (Gebhard). Zie ook Enriques 2017.

de beperking is gerechtvaardigd. Het HvJ beoordeelt dit op grond van de volgende criteria. De maatregel moet i) non-discriminatoir zijn, ii) er moet een rechtvaardiging zijn vanwege dwingende redenen van algemeen belang (er moet een duidelijk beleidsdoel zijn), iii) de beperking moet geschikt zijn voor de verwezenlijking van het gesteld beleidsdoel van een lidstaat en iv) de beperking die uit de maatregel voortvloeit mag niet verder gaan dan nodig (toets op proportionaliteit). De toets van het HvJ komt neer op een vorm van een kostenbaten-analyse van een verschil in wetgeving tussen lidstaten. Het HvJ vervult daarmee een duidelijke rol in het beoordelen van verschillen in het recht tussen lidstaten.³⁵⁷ Het HvJ kan beoordelen in hoeverre verschillen in recht gerechtvaardigd zijn vanwege een dwingende reden van algemeen belang en niet verder gaan dan nodig. Het is primair aan een lidstaat om duidelijk te maken welk beleidsdoel een lidstaat met een bepaalde regeling voor ogen heeft. Het HvJ kan vervolgens beoordelen of de regeling geschikt of effectief is om het gestelde beleidsdoel te behalen.

Het oordeel van het HvJ komt erop neer dat de Europese rechter nagaat of er onnodige transactiekosten zijn bij verschillen in recht. Het HvJ heeft het in zijn uitspraken uiteraard niet over transactiekosten. Het effect van het beoordelingskader van het HvJ komt er wat mij betreft wel neer op een indirecte beoordeling van de verdeling van transactiekosten. In dat beoordelingskader laat het HvJ het primair aan de lidstaten om zelf een belangenafweging te maken. De lidstaten moeten zelf bepalen welke belangen zij willen beschermen. Dit is de dwingende reden van algemeen belang die een lidstaat kan hebben om een bepaalde belemmering in de interne markt op te leggen. Het HvJ toetst vervolgens of een bepaling in het recht van een lidstaat voldoende effectief is om het algemene belang te kunnen dienen (toets op geschiktheid) en in hoeverre er alternatieven mogelijk zijn die minder belemmerend zijn (toets op proportionaliteit). Dit

³⁵⁷ Zie ook Mak 2018 die ingaat op de rol van Europese rechters in het democratische besluitvormingsproces van de lidstaten.

beoordelingskader is (althans in het Nederlandse bestuursrecht) een beproefde methode om het recht als zodanig te beoordelen. In het Nederlandse bestuursrecht hebben de Adv. Gen. Widdershoven en Wattel van de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State ervoor gepleit het Europese beoordelingskader een vaste methodiek moet zijn voor het beoordelen van besluiten van Nederlandse overheden.³⁵⁸ Op deze manier vervult het HvJ in de EU een belangrijke rol bij het beoordelen van verschillen in wetgeving. Het oordeel van het HvJ is een manier om onnodige verschillen in wetgeving weg te kunnen nemen. Een nadeel is wel dat uitspraken van het HvJ *ex ante* niet te voorspellen zijn waarbij nooit duidelijk is welke maatregelen aan het HvJ worden voorgelegd en wanneer. Dit kan leiden tot onzekerheid voor partijen bij het aangaan van transacties, zoals een bank of een leverancier. Bovendien is het niet een taak van een rechter om een afweging te maken over verschillen in recht.³⁵⁹ Dit is primair een taak van een wetgever die, eventueel via een marktconsultatie, een beoordeling moet maken. Hier kan de Europese Commissie een rol spelen. Deze kan op grond van dezelfde *Gebhard-criteria* verschillen in recht tussen lidstaten beoordelen en nagaan welke verschillen in wetgeving aan de criteria voldoen. De Europese Commissie kan haar beoordeling aan de Europese Raad voorleggen die vervolgens kan besluiten om maatregelen te nemen om verschillen in recht weg te nemen. Het is aan de gezamenlijke lidstaten om onnodige obstakels in het recht weg te nemen. Zolang lidstaten hier echter geen keuzes in maken is het aan het HvJ om de verschillen in recht te beoordelen waarbij het HvJ kan beoordelen of een lidstaat een bepaling in haar rechtsordering weg moet nemen.

³⁵⁸ Conclusie van de Adv. Gen. Widdershoven en Wattel van 7 juli 2021 (ECLI:NL:RVS:2021:1468). De Afdeling onderschrijft dat het beoordelingskader een rol kan spelen in de beoordeling van besluiten, maar gaat niet zo ver dat een bestuursrechter elk besluit aan het Europese beoordelingskader moet toetsen (Afdeling van 2 februari 2022 (ECLI:NL:RVS:2022:285)).

³⁵⁹ Zie Van Asperen 2017 waarin ik heb gewezen op een aantal arresten waarin de Adv. Gen. tot een volledig andere beoordeling kwam dan het HvJ.

5.2.2 Concurrentie in wetgeving

Een tweede argument om wetgeving bij de lidstaten te houden in plaats van Europese uniforme regels is dat op deze wijze een concurrentie in de toepassing van het recht van de verschillende lidstaten kan ontstaan. Als partijen zelf hun recht mogen kiezen dan kiezen de partijen waarschijnlijk voor het recht dat tot de laagste transactiekosten voor deze partijen leidt. Voor een wetgever van een lidstaat kan dit meebrengen dat deze wetgever kiest om onnodige belemmeringen in het recht weg te nemen. Op deze manier bestaat voor wetgevers in de lidstaten een prikkel om met steeds ‘betere’ wetgeving te komen. Een dergelijke concurrentie in de toepassing van wetgeving kan uiteindelijk leiden tot een recht waarbij onnodige transactiekosten worden voorkomen. Kirchner noemt de concurrentie bij de toepassing van het recht tussen verschillende lidstaten een leerproces³⁶⁰ waarbij een makkelijke uitweg kan ontstaan uit inefficiënte wetgeving.³⁶¹ Hicks geeft als argument bij een dergelijke concurrentie dat er voldoende ruimte moet zijn om nieuwe ideeën op een praktische wijze te testen.³⁶² In de woorden van Bainbridge³⁶³ kan een ‘*single courageous state serve as a laboratory and try novel social and economic experiments*’. Bainbridge haalt dit argument aan voor het rechtspersonenrecht (zie ook hoofdstuk 7), maar hetzelfde argument geldt wat mij betreft ook als hoofdregel ook voor toepassing van het contracten- (hoofdstuk 4) of het zekerhedenrecht (hoofdstuk 10). In de genoemde hoofdstukken ga ik hier verder op in. In hoofdstuk 9 ga ik in op mogelijke rechtskeuze bij het faillissementsrecht. Bij wetgeving door de Europese wetgever valt het voordeel van concurrentie weg. Daar komt bij dat besluitvorming op Europees niveau

³⁶⁰ Zie Kirchner 2006, p. 47 - 48. Zie ook de rechtseconomische argumenten van Rühl 2006.

³⁶¹ Schäfer en Lanterman 2006, p. 95 - 97.

³⁶² Zie Hicks 1967 die dit als argument tegen uniforme wetgeving noemt.

³⁶³ Bainbridge 2003. Zie ook Verbrugh 2020 over de afweging tussen concurrentie tussen wetgeving en harmonisatie in het Europese ondernemingsrecht.

complex is. Er is een Europese wetgever die met vaak gekwalificeerde meerderheid wet- en regelgeving kan vaststellen. De lidstaten kunnen daarbij echter de neiging hebben om bepaalde kernthema's zelf te willen reguleren.³⁶⁴ Verbrugh³⁶⁵ merkt in dit kader over het Europese ondernemingsrecht op dat het in dit rechtsgebied vooral gaat over het vinden van een balans om ondernemerschap te faciliteren en het beschermen van belangen van betrokken partijen. Deze afweging is volgens Verbrugh mede cultureel (en dus nationaal) bepaald en vergt wetgeving op het niveau van de lidstaten. Voor de harmonisatie van het Europese contractenrecht heeft Schelhaas³⁶⁶ onderbouwd dat de wens en ambitie om tot harmonisatie over te gaan in verschillende fasen is verlopen. In de eerste fase was de ambitie om tot Europees materieel recht te komen met een Europees Burgerlijk wetboek. Deze ambitie is uiteindelijk minder geworden. Europese regelgeving zich nu vooral richt op bepaalde thema's zoals de digitale markt of de totstandkoming van de *Green Deal*. Volgens Schelhaas is een volledig geharmoniseerd Europees Burgerlijk Wetboek geen noodzakelijke voorwaarde voor de ontwikkeling van de interne markt. Ook bij dergelijke geüniformeerde wetgeving zullen de rechters in de verschillende lidstaten de wetgeving altijd verschillend interpreteren waardoor er desondanks verschillen blijven bestaan. Toch zouden volgens haar wel bepaalde juridische fundamenten uniform kunnen worden vastgelegd (zoals de wijze van totstandkoming van (digitale) overeenkomsten of remedies voor een tekortkoming). Ghio e.a.³⁶⁷ gaan in op de wenselijkheid van harmonisering in het faillissementsrecht. Zij betogen dat het faillissementsrecht in de lidstaten op onderdelen naar elkaar toe kan groeien. In dat geval is het niet nodig te komen met

³⁶⁴ Zie ook Roest 2018 die dit argument aanhaalt bij zijn beschrijving van het Europese vennootschapsrecht. Zie ook Pistor 2019.

³⁶⁵ Verbrugh 2020 die pleit voor meer rechts- en cultuurvergelijking om zo tot betere regelgeving te komen.

³⁶⁶ Schelhaas 2021.

³⁶⁷ Ghio e.a. 2021.

een uniform recht vanuit de Europese wetgever. Het kan een strategie zijn om het recht van de lidstaten te laten convergeren.

Een mogelijkheid om concurrentie in de toepassing van het recht te bewerkstelligen is om een vrije rechtskeuze voor partijen toe te staan. Op deze manier kunnen partijen kiezen voor het recht dat voor deze partijen per saldo leidt tot de laagste transactiekosten. Het effect van een vrije rechtskeuze is overigens beperkt en is het de vraag of partijen daadwerkelijk zelf voor een toepasselijk recht kiezen. Kirchner³⁶⁸ wijst daarbij op mogelijke ‘agency’-problematiek. Juridische adviseurs hebben belang bij rechtsverhoudingen die op grond van het recht zijn vorm gegeven waar zij zelf expertise over hebben. Als, voor deze adviseurs, onbekend buitenlands recht eveneens van toepassing is kan dit leiden tot het verlies van opdrachtgevers waar buitenlandse concurrerende juridische adviseurs voor in de plaats treden.³⁶⁹ Verder blijkt dat ondernemingen veelal kiezen voor het recht dat zij het beste kennen en ondernemingen gaan niet per se op zoek naar een toepasselijk recht dat tot lagere transactiekosten leidt.³⁷⁰ Het is ook maar de vraag of een ander toepasselijk recht tot hele grote kostenvoordelen leidt. Het is te verwachten dat partijen pas een ander rechtsstelsel kiezen als de voordelen van een ander recht groter zijn dan de extra kosten die nodig zijn om juridische expertise over een ander rechtsgebied in te winnen.

Het tegenargument voor een vrije rechtskeuze is dat er een ‘*race to the bottom*’ kan ontstaan.³⁷¹ betekent een uitholling van het recht, omdat partijen kiezen voor dat recht dat de minste beperkingen oplegt. De vrees is dat minimaal recht overblijft waarin niets meer wordt gereguleerd. Partijen kiezen voor het recht dat alleen hun eigen belangen het beste beschermt. De belangen van andere partijen die via het recht beschermd worden vallen weg. Dit kan zich voordoen in een

³⁶⁸ Kirchner 2006, p. 35.

³⁶⁹ Basedow 2006, p. 66 - 68.

³⁷⁰ Schäfer en Lanterman 2006, p. 95 – 97 en Basedow 2006, p. 62 - 63.

³⁷¹ Zie bijvoorbeeld Van Schilgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017 en Verbrugh 2020.

rechtsverhouding tussen partijen waarbij een dominante partij rechtskeuze afdwingt met als gevolg dat de afhankelijke partij moet afzien van bepaalde rechten. Een voorbeeld is een werknemer die gedwongen wordt te kiezen voor een toepasselijk arbeidsrecht waarin er een minder goede ontslagbescherming is. Daarnaast kan een vrije rechtskeuze leiden tot inperking van rechten voor partijen die niet bij de rechtskeuze zijn betrokken. Dit kan zich voordoen in het rechtspersonen- of zekerhedenrecht. In het rechtspersonenrecht is het aan een ondernemer om het rechtspersonenrecht te kiezen (zie hoofdstuk 7). Deze kan kiezen voor het rechtspersonenrecht dat de meeste bescherming biedt aan de bestuurder zelf. Denk aan het rechtspersonenrecht in Delaware. Een dergelijke rechtskeuze kan ertoe leiden dat bijvoorbeeld minderheidsaandeelhouders een minder goede bescherming hebben of dat schuldeisers een bestuurder bij wangedrag niet aansprakelijk kunnen stellen. In het zekerhedenrecht kan een rechtskeuze gevolgen hebben voor concurrente schuldeisers die geen zekerheden krijgen. Deze schuldeisers moeten een minder gunstige verhaalpositie accepteren ten opzichte van een zekerheidsnemer. Het kan zijn dat een rechtskeuze ertoe leidt dat bepaalde waarborgen (bijvoorbeeld een verplichte registratie van zekerheden) niet gelden in het gekozen recht. Voor concurrente schuldeisers is het dan niet duidelijk dat er zekerheden zijn gevestigd.

Een gevolg van volledig vrije rechtskeuze kan zijn dat wetgeving vooral neerkomt op de bescherming van de belangen van internationaal opererende partijen.³⁷² Volgens voorstanders past dit juist in een sterk globaliserende wereld en de ontwikkeling van interne markten die steeds groter worden. Jeunger³⁷³ verwoordt dit krachtig en volgens hem moet de internationale handel leidend zijn en niet de *'spell of sovereignty'*. Internationale ondernemingen moeten geen last hebben van de keuzes die landen maken. Volgens hem mag het belang van een land van bestemming nooit leidend zijn, maar moeten de belangen van

³⁷² Fawcett en Carruthers 2008, p. 36.

³⁷³ Jeunger 2005, p. 156 en p. 159 – 161.

internationaal opererende ondernemingen altijd prevaleren. Dit is echter te eenzijdig. De belangen van internationaal opererende ondernemingen zijn uiteraard belangen waar een land rekening mee moet houden bij het opstellen van wetgeving. Ik zie echter geen enkele reden waarom een belang van een internationaal opererende onderneming zwaarder moet wegen dan belangen van partijen binnen een land van bestemming. Een wetgever in een land van bestemming moet alle belangen afwegen, waaronder die van een internationale onderneming.

Er zijn mechanismes waardoor de vrees voor een *'race to the bottom'* niet altijd opgaat. Een argument is dat een wetgever die minimale regels, oftewel de *'bottom'*, vaststelt klaarblijkelijk tot het oordeel gekomen dat deze minimale regels voldoende zijn om alle belangen in een lidstaat te beschermen. Bainbridge betoogt daarbij dat een wetgever geen belang heeft bij een te eenzijdige belangenafweging en zal altijd een bepaald minimum beschermingsniveau willen bieden.³⁷⁴ Daarnaast zal een wetgever van een lidstaat rekening houden met een mogelijk ingrijpen van een Europese wetgever als blijkt dat een lidstaat bepaalde belangen onvoldoende behartigt.³⁷⁵ Een voorbeeld zijn de federale wetten in de VS als gevolg van de boekhoudschandalen, zoals ik eerder al noemde. Een ander voorbeeld is het jaarrekeningenrecht dat voortvloeit uit Europese richtlijnen. In het *Centros-arrest* overwoog het HvJ onder andere dat de Europese transparantiebepalingen uit het jaarrekeningenrecht voldoende bescherming bieden om de belangen van schuldeisers te waarborgen.³⁷⁶ In deze zaak weigerde Denemarken om een Engelse rechtspersoon die uitsluitend in Denemarken economische activiteiten uitvoerde in haar handelsregister in te schrijven. De

³⁷⁴ Bainbridge 2003. Zie ook Verbrugh 2020 voor zijn beschrijving van het Europese ondernemingsrecht.

³⁷⁵ Zie bijvoorbeeld Enriques 2017, Carney en Shepherd 2008, Verbrugh 2020 of Schelhaas 2021.

³⁷⁶ HvJ van 9 maart 1999, zaak C-212/97 (*Centros*) r.o. 36. Zie ook Grundmann, Micklitz en Renner 2021, hoofdstuk 23 over dit arrest.

Engelse rechtspersoon hoefde op grond van het Engelse rechtspersonenrecht geen minimumkapitaal aan te houden, terwijl Deense rechtspersonen dit wel moesten doen. De regels voor het aanhouden van het minimumkapitaal waren bedoeld ter bescherming van de schuldeisers. Volgens het HvJ was de weigering van de inschrijving in het handelsregister in strijd met de Europese vrijheid van vestiging en de beperking van Denemarken was niet gerechtvaardigd. Het HvJ merkte daarbij onder andere op dat: “(…), *dat aangezien de vennootschap die in het hoofdgeding aan de orde is, zich voordoet als een vennootschap naar Engels recht en niet als een vennootschap naar Deens recht, haar schuldeisers ervan op de hoogte zijn dat zij onder een andere wetgeving valt dan die welke in Denemarken voor de oprichting van besloten vennootschappen geldt, en zij kunnen zich beroepen op bepaalde regels van gemeenschapsrecht die hen beschermen (...).*” Het HvJ wijst daarbij naar de richtlijnen over het opstellen en openbaarmaking van de jaarrekeningen.³⁷⁷ Deze Europese regels over het jaarrekeningen zijn dus al voldoende om de belangen van de schuldeisers te beschermen en een lidstaat hoeft dan geen additionele regelingen te treffen.

5.2.3 Bepalingen van dwingend recht

Een manier om te zorgen dat de belangen van bepaalde partijen niet onnodig worden geschaad is dat landen de mogelijkheid hebben om regels van dwingend recht vast te stellen die gelden ongeacht een rechtskeuze van partijen. Het vaststellen van dwingende bepalingen in een landen is een manier om te een ‘*race to the bottom*’ te voorkomen. Voor het contractenrecht is in de Rome –I verordening opgenomen dat een lidstaat bepalingen van dwingend recht kan vaststellen. Dit zijn dan bepalingen waaraan een lidstaat ‘*zoveel belang hecht voor de handhaving van zijn openbare belangen zoals zijn politieke, sociale of economische organisatie dat zij moet worden toegepast op elk geval dat onder de*

³⁷⁷ HvJ van 9 maart 1999, zaak C-212/97 (Centros) r.o. 36.

werkingsfeer ervan valt, ongeacht welk recht overeenkomstig deze verordening overigens van toepassing is op de overeenkomst' (artikel 9 lid 1 Rome – I verordening). Het gaat hier om regels die zijn opgesteld ter bescherming van openbare belangen,³⁷⁸ zoals voorschriften die politiek en beleidsmatig voor een nationale wetgever dermate van belang zijn dat de belangen van de private partijen ondergeschikt zijn,³⁷⁹ zoals het arbeidsrecht, mededingingsrecht of het Duitse concernrecht. Kropholler beschrijft dergelijke regels als normen die in het openbare of maatschappelijke belang noodzakelijk zijn en niet direct zijn gericht op het belang van de contractspartijen zelf.³⁸⁰ Daarnaast kunnen lidstaten beperkingen opleggen vanwege een strijd met de openbare orde. In artikel 21 van de Rome – I verordening is opgenomen dat de bepalingen van de Rome – I verordening terzijde kunnen worden gesteld indien de toepassing ervan kennelijk onverenigbaar is met de openbare orde van het land van de rechter. Strikwerda wijst er wel op dat deze exceptie van openbare orde in het contractenrecht nauwelijks van toepassing is en zeer restrictief moet worden uitgelegd.³⁸¹ In de overweging 37 van de Rome – I verordening staat dat de bepalingen van bijzonder dwingend recht met *'terughouding'* moeten worden gebezigd. Tevens geldt dat niet alle lidstaten de artikelen over de dwingende bepalingen hebben geaccepteerd. Zo heeft Duitsland artikel 9 niet erkend, omdat de vage bewoordingen ervan het

³⁷⁸ Strikwerda 2010, 141. Zie ook Strikwerda/Schaafsma, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, 2019 [no. 107] die het hebben over het beschermingsbeginsel in het internationale privaatrecht dat nodig kan zijn om te zorgen dat zwakke partijen beschermd blijven. Zie ook Asser/Vonken 10-I 2018/524.

³⁷⁹ Von Hoffmann en Thorn 2007, p. 469. De dwingende bepalingen van het Duitse recht zijn opgenomen in § 34 EGBGB. Duitsland heeft artikel 7 Rome-I verordening niet erkend.

³⁸⁰ Kropholler 2006, p. 498.

³⁸¹ Strikwerda 2010, 145. Strikwerda wijst er ook op dat het woord *'kennelijk'* in het artikel erop duidt dat de openbare orde exceptie niet te snel door de rechter moet worden ingeroepen.

artikel leiden tot rechtsonzekerheid.³⁸² Ook het VK heeft een voorbehoud gemaakt.³⁸³

In het contractenrecht zijn er in de EU voldoende mogelijkheden voor lidstaten om, ondanks een vrije rechtskeuze, toch eigen keuzes op te leggen door dwingende bepalingen in hun wetgeving op te nemen. Een nadeel is dat het niet altijd duidelijk is welke dwingende regels in het contractenrecht gelden.³⁸⁴ Dit leidt tot extra onzekerheden (en dus hogere transactiekosten) voor contractspartijen, omdat zij steeds moeten nagaan van welke rechtsregels zij niet kunnen afwijken. Hier zie ik een rol voor de Europese Commissie. Die kan een overzicht maken (voor zover dat er nog niet is) van alle in de lidstaten vigerende dwingende regels in het contractenrecht. Dit neemt de onduidelijkheid voor partijen weg. Een andere mogelijkheid is om in de Rome – I verordening op te nemen dat een lidstaat alleen dwingende bepalingen kan vaststellen als in de wetgeving expliciet staat dat een bepaling van dwingend recht is. Als een lidstaat dit niet heeft gedaan dan kan in de Rome – I verordening als consequentie staan dat het gekozen recht dan prevaleert. Een ander nadeel van de mogelijkheid van elk land om in het contractenrecht dwingende regels vast te stellen is dat er geen afwegingskader is om de dwingende regels van de lidstaten onderling te beoordelen, zoals op grond van de *Gebhard-criteria*. De dwingende regels gelden, ongeacht de vraag of de voordelen van de dwingende regels opwegen tegen de nadelen ervan. De dwingende regels leiden immers tot extra transactiekosten voor een internationaal opererende partij. Ook hier zie ik een rol voor de Europese Commissie die de lidstaten kan uitnodigen te onderbouwen dat de voordelen van de dwingende regels opwegen tegenover de nadelen. De Europese Commissie kan daarbij zelf haar

³⁸² Kropholler 2006, p. 507 – 508.

³⁸³ Fawcett en Carruther 2008, p. 671. Na de Brexit is het VK niet meer gebonden aan Rome – I. Zie Van der Plas 2021 en Sumner 2021.

³⁸⁴ Bogdan 2012, p. 135.

kritische oordeel geven en een overzicht met haar oordeel aan de Europese Raad voorleggen.

5.2.4 Wetgeving als samenspel van complexe systemen

Een andere manier om wetgeving door lidstaten te beschrijven is met de complexiteitstheorie. Wetgeving is een complex subsysteem.³⁸⁵ Er bestaan verschillende soorten subsystemen. Zo is elk niveau van wetgeving een complex subsysteem. De wetgeving van een lidstaat is een eerste niveau van een wettelijk subsysteem en dat van de Europese wetgever een tweede niveau. Daarbij beïnvloeden de lidstaten elkaar bij het maken van wetten (via concurrentie in de toepassing van het recht) en is er een onderlinge verband tussen de wetgeving van de lidstaten en de Europese wetgever. De lidstaten houden er bij het maken van wetten er rekening mee dat de Europese wetgever in grijpt en zelf regels vaststelt.³⁸⁶ Daarnaast is elk rechtsgebied aan te merken als een subsysteem. Elk rechtsgebied, zoals het contracten-, rechtspersonen, faillissements- en zekerhedenrecht, bestaat uit een complex van nationale en Europese wetgeving, uitspraken van rechters uit de lidstaten of het HvJ, academische analyses of de invloed van lobbygroepen. Tevens bevindt elke partij zich in een eigen cultureel of zakelijk subsysteem. De banken behoren bijvoorbeeld tot het subsysteem van de financiële markten waarin bepaalde normen gelden en waarin de partijen een bepaalde kijk op het afwegen van belangen hebben. Elk afzonderlijk subsysteem heeft zijn eigen kenmerken, kent een eigen dynamiek en kan op haar eigen wijze evolueren waarbij elk subsysteem de ontwikkeling van andere subsystemen kan beïnvloeden.

³⁸⁵ Zie bijvoorbeeld Posner 2010, p. 1 die het kapitalisme beschrijft als een complex systeem dat bestaat uit ‘*many moving parts*’.

³⁸⁶ Zie Enriques 2017 en Carney en Shepherd 2008 die dit fenomeen hebben besproken bij het rechtspersonenrecht.

Winter, Kamarudin en Van de Loo³⁸⁷ beschrijven ‘*governance*’ systemen, net als rechtssystemen, als ‘*complex dissipative systems*’. Dit houdt in dat er een open systeem is waarin verschillende actoren opereren die informatie uitwisselen, met elkaar interacteren en elkaar wederzijds beïnvloeden. Het geheel van het samenspel van al deze actoren vormt een subsysteem dat is te onderscheiden van andere subsystemen. De subsystemen ontwikkelen zich elk op een eigen manier waarbij elk subsysteem in zijn ontwikkeling een bepaalde ‘*path dependency*’ kent.³⁸⁸ Er is een historisch verklaarbare startsituatie die de basis is voor de ontwikkeling van het subsysteem. In het faillissementsrecht is bijvoorbeeld in de EU de startsituatie dat elke lidstaat een eigen faillissementsrecht heeft. Als gevolg van een toenemende internationale handel kan blijken dat een versnipperd faillissementsrecht in de EU leidt tot onnodige transactiekosten voor bij voorbeeld de afwikkeling van het faillissement van de concernonderdelen van een internationaal concern. Dit kan leiden tot verhoogde risico’s voor bijvoorbeeld banken. In het subsysteem van de financiële markten waar banken toebehoren komen steeds meer argumenten naar boven dat het gecoördineerd afhandelen van concernonderdelen tot voordelen kan leiden. De partijen in dit subsysteem kunnen bij een wetgever aandringen op aanpassing van het faillissementsrecht en oproepen tot het opzetten van Europese regelgeving. Als reactie hierop kan de Europese Commissie in een aanbeveling uiteenzetten op welke wijze herstructurering van ondernemingen via faillissementswetgeving mogelijk moet zijn waarop lidstaten kunnen reageren door aanpassing van hun wetgeving. Op deze manier kan de faillissementswetgeving zich in de verschillende lidstaten aanpassen. Voor een uitgebreide beschrijving van het internationale faillissementsrecht verwijs ik naar hoofdstuk 9.

De vraag is vervolgens of subsystemen tot een evenwichtssituatie toegroeien als zij zich aanpassen. Winter, Kamarudin en Van de Loo werpen deze discussie

³⁸⁷ Zie Winter, Kamarudin en Van de Loo 2015, p. 125.

³⁸⁸ Zie Bebchuk en Roe 1999.

op bij de regelgeving over ‘*corporate governance*’ waarbij zij betogen dat het niet waarschijnlijk is dat hier ooit een evenwicht in wetgeving komt.³⁸⁹ Er zijn continue nieuwe inzichten en externe of interne factoren die leiden tot aanpassing van het subsysteem van de ‘*corporate governance*’. Een complex systeem, zoals een maatschappij of een onderneming, is continue in beweging waarbij voortdurend graduele veranderingen zich voordoen. Soms zijn die veranderingen klein en is de invloed daarvan nauwelijks vast te stellen.³⁹⁰ Dat betekent dat er eigenlijk nooit een ‘*evenwicht*’ is. De stelling over een continue veranderend evenwicht komt niet overeen met het standpunt van de neoklassieke economen die uitgaan van het rationeel gedrag van partijen die uiteindelijk naar een efficiënte evenwichtssituatie toegroeien.³⁹¹ Uit de economische theorie volgt dat subsystemen kunnen toegroeien naar situaties van evenwicht waarbij altijd een (externe) schok in het subsysteem kan ontstaan waardoor het subsysteem uit evenwicht raakt. De vraag is hoe een subsysteem op een dergelijke schok reageert en toegroeit naar een nieuw evenwicht of dat het oude evenwicht wordt bevestigd. Denk aan de gevolgen van de ontwikkeling van sociale media voor privacywetgeving. Deze wetgeving moet zich aanpassen aan de nieuwe technologie en er kan nieuwe wetgeving komen. Een ander voorbeeld zijn de verschillende uitspraken van het HvJ over de vrijheid van rechtskeuze in het Europese rechtspersonenrecht. Het HvJ heeft bepaald dat de leer van de werkelijke zetel zoals Duitsland dat hanteerde in strijd was met de Europese vrijheid van vestiging als dit een beperking voor een rechtspersoon van een andere lidstaat met zich meebrengt om zich in Duitsland te vestigen.³⁹² Als gevolg van de uitspraken van het HvJ (externe schok) moest de Duitse wetgever nagaan in welke

³⁸⁹ Zie Winter, Kamarudin en Van de Loo 2015, p. 125 – 129.

³⁹⁰ Dit sluit aan bij de visie van Taylor die heeft beschreven hoe het denken in een maatschappij van de middeleeuwen naar de huidige moderne tijd langzaam is veranderd (Taylor 2007). In zijn termen gaat het over het aanpassen van de ‘*social imaginaries*’, zie p. 171 e.v. Zie ook Israel 2001 die de ontwikkeling van het verlichte denken heeft uitgewerkt.

³⁹¹ Zie Winter, Kamarudin en Van de Loo 2015, p. 125 – 129.

³⁹² HvJ van 5 november 2002, zaak C-208/00 (Überseering), m. nt. Vlas.

mate zij vast kon blijven houden aan de gemaakte keuzes in haar rechtspersonenrecht. Bij dergelijke schokken kan een nieuw evenwicht ontstaan of kan het oude evenwicht worden bevestigd. Als een subsysteem na een schok toch weer toegroeit naar het oude evenwicht is sprake van een robuust subsysteem. Rawls beschrijft een stabiel subsysteem als een subsysteem dat als gevolg van externe factoren krachten worden opgeroepen die ervoor zorgen dat het oude evenwicht wordt hersteld.³⁹³ Uiteindelijk kan een subsysteem toegroeien naar een nieuw of het oude evenwicht, oftewel de ‘*steady – state*’.³⁹⁴

Een kenmerk van wetgeving is dat wetgeving per definitie in een evenwicht verkeert. Er geldt altijd een geldende wetgeving dat is vastgelegd in formele wetgeving of volgt uit uitspraken van rechters. Ik beperk me hieronder gemakshalve tot een wetgever. Een juridisch subsysteem van wetgeving is rigide in zijn ontwikkeling en past zich niet direct aan als er maatschappelijke veranderingen in een lidstaat zijn. Het voordeel van deze rigiditeit is dat een juridisch subsysteem stabiel is en daarmee voorzienbaar. Er is rechtszekerheid. Een nadeel is dat er een risico is dat een juridisch subsysteem zich onvoldoende aanpast waardoor er onnodige transactiekosten blijven bestaan. Om wetgeving te veranderen moet een wetgever een proces van wetgeving opstarten. Een wetgever moet hiervoor kosten maken en moet partijen gaan betrekken, zoals consultaties. Een wetgever gaat pas over tot aanpassing van de wetten als de voordelen ervan groter zijn dan de wetgevingskosten. Een onderdeel van deze transactiekosten bij aanpassing van wetgeving wordt veroorzaakt door belangengroepen die bij een wetgever zullen betogen om vast te houden aan het huidige recht. Dit zijn partijen die voordeel hebben bij de status quo van wetgeving. Voor deze partijen is het

³⁹³ Rawls 2009, p. 460. Een systeem is volgens Rawls instabiel als de krachten in een systeem tot nog grotere veranderingen leiden. Op zich zegt dit niets over de instabiliteit. De voorbeelden van Rawls laten vooral zien of er een nieuw of oud evenwicht gaat ontstaan.

³⁹⁴ Voor een macro-economische beschrijving van de evenwichtsmodellen zie bijvoorbeeld Blanchard en Fisher 1989.

relatief makkelijk te betogen dat de huidige wetgeving voldoet en er geen veranderingen nodig zijn. Een wetgever die wil veranderen moet aantonen dat onbekende nieuwe wetgeving toch leidt tot een betere verdeling van transactiekosten. De rigiditeit bij Europese wetgeving is groter dan bij wetgeving door lidstaten. Voor lidstaten is het makkelijk dan voor een Europese wetgever om bij veranderende omstandigheden te kiezen voor aanpassing van de wetgeving. Bij een Europese wetgever moeten eerste alle lidstaten het erover zijn dat aanpassing nodig is. Dit is een argument dat wetgeving primair bij lidstaten thuishoort. De complexiteitstheorie gaat er verder vanuit dat verschillende subsystemen naast elkaar kunnen bestaan waarbij elk subsysteem een eigen evenwicht kent.³⁹⁵ Kijk naar de EU waar elke lidstaat een eigen contracten-, rechtspersonen- en zekerhedenrecht heeft. Er bestaan verschillende subsystemen. Ota³⁹⁶ beschrijft daarbij dat elke wetgever voor elk rechtsgebied de belangen van de verschillende partijen op een andere manier kan afwegen. Elke wetgever creëert vanuit haar eigen perspectief een ‘*efficiënt*’ recht. In de woorden van Ota³⁹⁷ ligt hieraan de ‘*rational state hypothesis*’ ten grondslag. Het uitgangspunt in deze hypothese is een rationeel handelende wetgever die alle belangen zorgvuldig afweegt (waaronder het belang van een internationaal opererende partij), belangen consulteert en tot een onafhankelijk oordeel komt. Voor de EU betekent dit dat elke lidstaat in elk rechtsgebied als subsysteem prima facie een ‘*efficiënt*’ recht kan hebben vastgesteld waarin alle belangen zijn afgewogen. Bebchuk en Roe³⁹⁸ beredeneren daarbij dat complexe subsystemen die elk vanuit een historisch bepaald (efficiënt) uitgangspunt starten niet per se naar elkaar toe hoeven te

³⁹⁵ Zie Bechuk en Roe 1999, p 142 die het hebben over ‘*multiple optima*’.

³⁹⁶ Ota 2006.

³⁹⁷ Ota 2006, p. 6. De wetgevers worden gezien als rationele beslissers die goed kijken naar de instrumentele invulling van het recht. Vanuit de ‘*behavioral economics*’ wordt deze stelling wel bestreden. Zie bijvoorbeeld Kahneman 2011.

³⁹⁸ Zie Bechuk en Roe 1999.

groeien. Dat betekent dat de wetgeving van de verschillende lidstaten niet automatisch toegroeit naar een uniform Europees recht. Verder betekent dit dat er in een bepaalde mate verschillen in wetgeving tussen lidstaten kunnen bestaan. Elke lidstaat kan voor haar eigen subsysteem keuzes hebben gemaakt die voor die lidstaat per saldo leiden tot de laagste transactiekosten. Het is vervolgens de vraag in welke mate alsnog uniformering van recht nodig is. Dit vergt een vergelijking van de voordelen van uniformering (lagere transactiekosten voor een internationaal opererende partij) met de mate waarin de lidstaten een eigen afweging van belangen maken. Als de voordelen van uniformering per saldo hoger zijn dan leidt uniformering tot een efficiënte juridische ordening. De vergelijking van de voor- en nadelen beschrijf ik voor de verschillende rechtsgebieden in de delen II en III.

DEEL II ORGANISATIEVORM

6 Bevoegdheden en verantwoordelijkheden van het bestuur

In hoofdstuk 2 heb ik de ondernemer beschreven als een persoon die binnen een onderneming een spilfunctie vervult. De ondernemer organiseert alle rechten en gaat contracten met partijen aan. Vanuit een juridisch perspectief is het bestuur als orgaan van een rechtspersoon bevoegd om contracten met andere partijen te sluiten. Voor een concern betekent dit dat het bestuur van elk concernonderdeel namens dat concernonderdeel een contract met de leverancier of bank aangaat. In de opzet die ik heb gekozen is dat steeds de moeder. In dit hoofdstuk ga ik in op mogelijkheden van het bestuur om contracten te sluiten, oftewel de vertegenwoordigingsbevoegdheid van de moeder als bestuurders van de concernonderdelen (zie hoofdstuk 6.1.). Vervolgens beschrijf ik de handelingsvrijheid en verantwoordelijkheden van het bestuur van een concernonderdeel en beschrijf ik de mate waarin een bestuurder in het handelen rekening moeten houden met de belangen van de leverancier of de bank (hoofdstuk 6.2.). Voor alle genoemde onderwerpen ga ik na wat de verschillen of overeenkomsten zijn in de juridische ordening van deze onderwerpen in de VS en de EU en in welke mate in de EU onnodige transactiekosten zijn te vermijden.

6.1 *Vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur*

6.1.1 Beschrijving van de regelgeving

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

De vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur betekent dat bestuurders een contract met een andere partij kunnen sluiten waarbij de rechtsgevolgen van dat contract zijn toe te rekenen aan de rechtspersoon (i.c. het concernonderdeel) en niet aan de bestuurder (i.c. de moeder).³⁹⁹ Een contractspartij, zoals de leverancier of de bank, kan alleen het concernonderdeel waar het contract mee is gesloten aanspreken op nakoming ervan en niet de bestuurder. In de EU en de VS heeft het bestuur een ruime bevoegdheid om namens een concernonderdeel contracten aan te gaan. Dat betekent dat het bestuur, als centraal orgaan binnen de rechtspersoon, voldoende mogelijkheden heeft om de verschillende rechten te organiseren door het aangaan van contracten.

In de EU is voor wat betreft de vertegenwoordigingsbevoegdheid gekozen voor een ruime bescherming van derden. In de Richtlijn 68/151/EEG en Richtlijn (EU) 2017/1132 staat dat een rechtspersoon aan contracten met derden is gebonden als deze handelingen door het bestuur, zijn verricht.⁴⁰⁰ Een belangrijk uitgangspunt in de richtlijnen is derden, zoals schuldeisers, zoveel mogelijk te beschermen. Dit wordt onder andere bereikt door de mogelijke gronden van ontbinding van contracten die een rechtspersoon is aangegaan vanwege onbevoegdheid tot

³⁹⁹ Zie ook Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 226, Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/51, Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/160, *Rechtspersoon, vennootschap en onderneming* (Huizink) 2016, nr 140 e.v. en Cahn en Donald 2018, p. 365 – 366.

⁴⁰⁰ Zie artikel 9 Richtlijn 68/151/EEG en artikel 9 Richtlijn (EU) 2017/1132.

vertegenwoordiging te beperken.⁴⁰¹ Een rechtspersoon is aan een contract met een schuldeiser gehouden als deze overeenkomst namens haar bevoegde organen is gesloten (artikel 9, lid 1 Richtlijn (EU) 2017/1132). Als in de statuten van een rechtspersoon beperkingen in de bevoegdheid tot vertegenwoordiging zijn opgenomen dan kan de rechtspersoon deze beperkingen niet aan een schuldeiser tegenwerpen, zelfs niet indien de beperkingen openbaar zijn gemaakt (artikel 9, lid 2 Richtlijn (EU) 2017/1132). In de wetgeving van de lidstaten kan wel staan dat de bevoegdheid om de vennootschap te vertegenwoordigen, in afwijking van de wettelijke regel op dat gebied, door de statuten aan een enkele persoon of aan meerdere, gezamenlijk handelende personen kan worden verleend. In die wetgeving kan staan dat die statutaire bepaling aan derden is tegen te werpen, maar alleen als deze statutaire bepaling betrekking heeft op de algemene bevoegdheid tot vertegenwoordiging (artikel 9, lid 3 Richtlijn (EU) 2017/1132). Dergelijke beperkingen zijn alleen aan een derde tegen te werpen als voldaan is aan de vereisten van openbaarmaking via de openbare registers (artikel 9, lid 3 jo. artikel 16 Richtlijn (EU) 2017/1132). In de openbare registers moet staan welke personen de bevoegdheid hebben de vennootschap ten opzichte van derden te verbinden en in hoeverre deze personen de rechtspersoon alleen of slechts gezamenlijk kunnen vertegenwoordigen (artikel 14 onder d Richtlijn (EU) 2017/1132).

De regels uit de richtlijn gelden voor alle lidstaten. Elke lidstaat heeft in haar eigen wetgeving de regels over de bevoegdheid tot vertegenwoordiging conform de bepalingen uit de richtlijn moeten implementeren. De bevoegdheid tot vertegenwoordiging is in de EU geharmoniseerd en de regels zijn in de verschillende landen vergelijkbaar. In het Nederlandse rechtspersonenrecht geldt bijvoorbeeld dat het bestuur en elke persoon die de functie⁴⁰² van bestuurder

⁴⁰¹ Zie overweging 5 Richtlijn (EU) 2017/1132.

⁴⁰² Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 396 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/160 die de bevoegdheid als functioneel beschrijven, omdat de bevoegdheid toekomt aan een bestuurder vanwege zijn functie in het bestuur.

bekleed bevoegd is om een rechtspersoon te vertegenwoordigen (artikel 2:130 / 240 BW).⁴⁰³ De Algemene Vergadering van Aandeelhouders, kan de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur niet beperken of ontnemen.⁴⁰⁴ In de statuten kunnen beperkingen staan, bijvoorbeeld dat de vertegenwoordigingsbevoegdheid behalve aan het bestuur als geheel aan één of meer bestuurders toekomt of dat een bestuurder slechts met toestemming van andere bestuurders de rechtspersoon mag vertegenwoordigen (artikel 2:130, lid 2 / 240 lid 2 BW). Als een onbevoegde bestuurder desondanks een contract aangaat dan is de rechtspersoon in beginsel niet aan de rechtshandeling van de onbevoegde bestuurder gebonden (artikel 130/ 240 lid 2, laatste zin BW). Het bestuur van de rechtspersoon kan het contract nietig verklaren. Een derde kan zich daarentegen niet eenzijdig beroepen op de onbevoegdheid in de vertegenwoordiging van een bestuurder.⁴⁰⁵ Een derde is verplicht om het contract na te komen. In Duitsland ligt de bevoegdheid tot vertegenwoordiging eveneens bij het bestuur (§ 78 AktG). De vertegenwoordigingsbevoegdheid ligt bij het bestuur als orgaan van de vennootschap. Een individuele bestuurder kan de vennootschap vertegenwoordigen als dit is opgenomen in de statuten of in een beslissing van het bestuur (§ 78 AktG).⁴⁰⁶ Ook in Duitsland kan deze bevoegdheid van het bestuur niet worden beperkt (§ 82 (1) AktG). Voor de GmbH zijn alle ‘*Geschäftsführer*’ gezamenlijk bevoegd tot vertegenwoordiging tenzij in het ‘*Gesellschaftsvertrag*’ hierover andere afspraken staan (§ 35 GmbHG). In Duitsland kunnen in het

⁴⁰³ Van Schilfgaarde / Winter/ Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 227, Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV 2022/51*, Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/160 en Rechtspersoon, vennootschap en onderneming (Huizink) 2016, nr 140 e.v.

⁴⁰⁴ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 39 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/160.

⁴⁰⁵ Zie Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 229 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV 2022/53* die aangeven dat de rechtshandeling door een onbevoegde bestuurder nietig is.

⁴⁰⁶ Zie hierover bijvoorbeeld Cahn en Donald 2018, p. 368 e.v.

handelsregister regelingen over beperkingen in de vertegenwoordigingsbevoegdheid staan (§ 81 AktG).

In het VK heeft het bestuur de mogelijkheid *'to bind the company'* te delegeren aan anderen (*'or authorize others to do so'* - s 40 CA 2006). Elke bestuurder mag de vennootschap vertegenwoordigen.⁴⁰⁷ In het Engelse recht geldt als hoofdregel dat een derde *'in good faith'* handelt tenzij tegenbewijs is geleverd (s. 40 CA 2006).⁴⁰⁸ Elke partij die in *'good faith'* handelt kan ondanks een onbevoegdheid van een bestuurder toch een rechtspersoon gebonden houden (s. 40 (3) CA 2006). De *'good faith'* geldt als rechtsvermoeden, tenzij er tegenbewijs is. Als een partij op de hoogte was van onbevoegd handelen dan is dit nog onvoldoende voor dit tegenbewijs.⁴⁰⁹

In de Amerikaanse modelwetgeving is de bevoegdheid het bestuur geharmoniseerd in de MBCA waar staat dat *'All corporate powers shall be exercised by or under the authority of, ..., its board of directors, subject to any limitation set forth in the articles of incorporation ...'* (§ 8.01 (b) MBCA). Het bestuur mag zelf invullen op welke wijze het bestuur het beste zijn taken uit kan voeren. Het bestuur kan bijvoorbeeld zogenoemde *'officers'* aanstellen die taken namens het bestuur kunnen uitvoeren zoals die in de statuten zijn vermeld (§ 8.40 (b) MBCA). Het bestuur heeft hiermee de vrijheid om zelf de interne organisatie van een rechtspersoon in te richten. In het recht van de staten kan de bevoegdheid van het bestuur op een andere wijze zijn ingevuld. Zo staat in het rechtspersonenrecht van Delaware dat het bestuur comités kan aanwijzen *'that may exercise all the powers and authority of the board of directors in the management of the business and affairs of the corporation and may authorize the seal of the corporation to be affixed to all papers which may require it'* (§ 141 (c) DGCL).

⁴⁰⁷ Zie hierover bijvoorbeeld Cahn en Donald 2018, p. 368 e.v.

⁴⁰⁸ Gower en Davies 2012, p. 171, Cahn en Donald 2010, p. 319 en Cahn en Donald 2018, p. 373.

⁴⁰⁹ Cahn en Donald 2018, p. 373.

6.1.2 Verschil in regelgeving

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In welke mate zijn er verschillen in recht tussen de landen in de EU mede in vergelijking met de juridische ordening in de VS?
- In welke mate ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht?

De bevoegdheden van het bestuur een rechtspersoon te vertegenwoordigen zijn in de EU en de VS uniform of geharmoniseerd. Voor de lidstaten in de EU betekent dit dat de bevoegdheden in alle lidstaten vergelijkbaar zijn en er tussen de lidstaten nauwelijks verschillen in transactiekosten zijn te verwachten vanwege verschillen in wetgeving over de vertegenwoordigingsbevoegdheid. Door de harmonisatie in de EU is in alle lidstaten het belang van de schuldeisers op een vergelijkbare manier gewaarborgd. Een lidstaat heeft wel de mogelijkheid in haar eigen wetgeving vast te stellen dat in de statuten beperkingen in de bevoegdheid tot vertegenwoordiging komen te staan. Deze beperkingen (van algemene aard en niet specifiek voor een bepaalde rechtshandeling) zijn voor schuldeisers voldoende te voorzien, omdat is vereist dat dergelijke beperkingen in de openbare registers komen te staan. De schuldeisers kunnen dus met eventuele beperkingen (van algemene aard) in de vertegenwoordigingsbevoegdheid rekening houden. Voor wat betreft de vertegenwoordigingsbevoegdheid is geen verdere uniformering nodig om de financiering van een concern efficiënter te organiseren.

6.2 *Handelingsvrijheid en afweging belangen schuldeisers*

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

Bestuurders moeten soms beslissingen nemen die andere partijen benadelen. Het bestuur opereert bij de uitvoering van haar taken in het middelpunt van een belangenconflict van alle partijen die aan de onderneming zijn verbonden.

Ondernemerschap en het besturen van een rechtspersoon brengt risico's met zich mee waarbij het bestuur bij het maken van keuzes te maken heeft met onzekerheid. Dat betekent dat het bestuur soms maatregelen moet nemen die tegenvallen of keuzes moet maken die niet in het belang van alle betrokken partijen zijn. Het bestuur kan niet altijd rekening houden met de belangen van alle partijen. Achteraf is makkelijk om een oordeel over de keuzes van het bestuur te vormen. Het bestuur loopt steeds het risico dat partijen het bestuur aansprakelijk willen stellen voor geleden schade, omdat de door het bestuur gemaakte afweging negatief voor hen uitpakt. Als het bestuur echter aansprakelijk is voor alle risico's die bepaalde derden lopen en steeds schade moet betalen dan zullen bestuurders voorzichtig worden in hun handelen en alleen risicoloze keuzes maken. Dit belemmert het ondernemerschap en de innovatie.⁴¹⁰ Het bestuur moet in een bepaalde mate vrij handelingen kunnen treffen die het bestuur nodig acht voor de uitvoering van de economische activiteiten van een concernonderdeel. In sommige gevallen moet het bestuur wel meer rekening houden met de belangen van bepaalde betrokken partijen. Als de moeder bijvoorbeeld voorziet dat een concernonderdeel in financiële moeilijkheden verkeert of weet dat een faillissement van een concernonderdeel voorhanden is dan kan dit betekenen dat de moeder de belangen van bijvoorbeeld schuldeisers zwaarder moet wegen.

Hieronder bespreek ik voor elk land op hoofdlijnen op welke wijze in het rechtspersonenrecht de taken van de moeder als bestuurder van een concernonderdeel is ingevuld en in welke mate de moeder een afweging van belangen moet maken en de mate waarin het bestuur rekening moet houden met de belangen van schuldeisers.

Verenigde Staten

In de VS geldt de zogenoemde '*business judgement rule*' die bedoeld is om bestuurders te beschermen. De regel is bedoeld om een te vergaande bemoeienis

⁴¹⁰ Zie bijvoorbeeld Cahn en Donald 2010, p. 333 en Cahn en Donald 2018, p. 394.

van rechters te voorkomen bij het besturen van rechtspersonen. De *'business judgement rule'* betekent dat een partij die een bestuurder aansprakelijk wil stellen moet bewijzen dat de bestuurder haar verantwoordelijkheden niet is nagekomen. Deze bewijslast is zwaar en volgens Pinto en Branson nauwelijks succesvol.⁴¹¹ Bij de verantwoordelijkheden van een bestuurder wordt een onderscheid gemaakt tussen *'duty of care'* en de *'duty of loyalty'*. De *'duty of care'* brengt mee dat een bestuurder verantwoordelijkheid is voor een goede bedrijfsvoering.⁴¹² Het uitgangspunt is dat een bestuurder zich als een goed bestuurder gedraagt, tenzij een andere partij het tegendeel bewijst. Het rechtsvermoeden is dat een bestuurder in het belang van de rechtspersoon handelt. Een bestuurder handelt in strijd met haar verantwoordelijkheden als sprake is van *'negligence'* of verwaarlozing van de taken van de bestuurder.⁴¹³ Om na te gaan dat een bestuurder nalatig is kan een rechter het handelen van een bestuurder vergelijken met dat van een andere persoon die handelt *'with reasonable skill and prudence'*.⁴¹⁴ Verder handelt een bestuurder in strijd met haar verantwoordelijkheden bij frauduleus handelen of bij de uitvoering van illegale activiteiten.⁴¹⁵ In de MBCA staat dat een bestuurder zich moet gedragen *'in a manner the director reasonable believes to be in the best interest of the corporation'*. Om te beoordelen dat een bestuurder in lijn met haar verantwoordelijkheden opereert kan het handelen van de bestuurder worden

⁴¹¹ Pinto en Branson 2004, p. 205 – 219. zie ook Cahn en Donald 2018.

⁴¹² Gevurtz 2010, p. 286 – 297 noemt de *'duty of care'* en de *'business judgement rule'* nagenoeg identiek en zijn volgens hem tautologische spraakverwarringen. Volgens Bainbridge 2002 (p. 269) zijn het twee verschillende begrippen en komt de toetsing van de *'duty of care'* pas aan de orde als duidelijk is dat de *'business judgement rule'* geen bescherming biedt. Zie ook Rauterberg en Talley 2017 die aangeven dat de *'duty of care'* contractueel is uit te sluiten en de *'duty of loyalty'* van dwingend recht is. Zie ook Bainbridge en Henderson 2017.

⁴¹³ *Casey v. Woodruff*, 49, NYS2d 625, 643 (Sup. Ct. 1944).

⁴¹⁴ In sommige gevallen legt de rechter de grens bij *'gross negligence'*, zie Aronson, *et al. v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984) en *Smith v. Van Gorkom* 488 A.2d 858 (Del 1985).

⁴¹⁵ *Shlensky v. Wrigley* 237 NE2d 776 (Ill. App. 1968).

vergeleken met een *'person in a like position would reasonably believe appropriate under similiar circumstances'* (§ 8.30 MBCA). De referentie is een persoon die zich in een *'similar position'* bevindt. De term *'reasonably believe'* bestaat daarbij uit een subjectief (*'believe'*) en objectief (*'reasonably'*) element. Bij het eerste criterium is leidend welke keuzes een bestuurder in *'good faith'* heeft gemaakt. Bij het tweede element kan een rechter alle objectieve gegevens in ogenschouw nemen om een oordeel te vellen over het handelen van een bestuurder. De *'duty of loyalty'* houdt in dat een bestuurder een belangenconflict moet voorkomen tussen het belang van de bestuurder zelf en het belang van de rechtspersoon. In de MBCA is opgenomen dat de bestuurder geen contracten mag sluiten als deze daar zelf partij bij is, een financieel belang heeft of weet dat een gerelateerd persoon, zoals de echtgenoot, een financieel belang heeft (§ 8.60 (1) MBCA). In het rechtspersonenrecht van Delaware is opgenomen dat de bestuurder loyaal moet zijn aan de rechtspersoon, moet handelen in *'good faith'* en geen *'improper'* persoonlijk belang mag hebben.⁴¹⁶ In het rechtspersonenrecht van Californië staat dat andere bestuurders of aandeelhouders een dergelijke transactie kunnen goedkeuren als blijkt dat het gaat om een *'fair contract'* (§ 310 California Corporations Code en zie ook § 144 DGCL en §§ 8.60 en 8.63 MBCA). Er is dus geen absoluut verbod om transactie aan te gaan waarin de bestuurder een eigen belang heeft. De voorwaarde is alleen dat andere personen of organen binnen een rechtspersoon met een dergelijke transactie instemmen.

In de VS hebben bestuurders een verplichting aan de *'corporation'* als geheel en moeten handelen in *'the best interest of the corporation'* (§ 8.30 MBCA).⁴¹⁷ De hoofdregel in de VS is dat het bestuur niet in strijd met de belangen van de aandeelhouders mag handelen. Dit kwam bijvoorbeeld tot uiting in de zaak *Dodge*

⁴¹⁶ Zie § 102 (b) (7) van de Delaware Company act. Zie ook Cahn en Donald 2010, p. 369 e.v. en Cahn en Donald 2018, p. 444 e.v.

⁴¹⁷ Zie ook *Guth v. Loft*, 5 A 2d 503, 510 (Del. 1939).

v. *Ford Motor*.⁴¹⁸ Het bestuur wilde geen dividend aan aandeelhouders uitbetalen, maar wilde dit geld gebruiken voor een programma ten gunste van de werknemers. De rechter oordeelde dat het bestuur bij deze maatregel niet primair handelde in het belang van de aandeelhouders en het bestuur moest het dividend toch betalen. De rechter liet zich verder niet uit over de plannen van het bestuur om maatregelen ten gunste van de werknemers te nemen. Deze plannen konden volgens de rechter wel degelijk een ‘*business purpose*’ dienen, maar op grond van de ‘*business judgement rule*’ was het niet aan de rechter om zich inhoudelijk over deze plannen uit te laten.⁴¹⁹ Het bestuur mag dus rekening houden met de belangen van bijvoorbeeld schuldeisers, maar niet ten nadele van de belangen van de aandeelhouders. Volgens een Amerikaanse rechter is ‘*a business corporation organized and carried on primarily for the profit of stockholders*’.⁴²⁰

In de zaak *Credit Lyonnais*⁴²¹ heeft de rechter in Delaware wel bepaald dat het bestuur niet altijd alleen maar in het belang van de aandeelhouders moet handelen, maar bij een dreigend faillissement tevens de belangen van bijvoorbeeld schuldeisers of obligatiehouders in acht moet nemen. Deze uitspraak bevestigt dat het bestuur moet handelen in het belang van de rechtspersoon als geheel. Uit de uitspraak valt niet af te leiden dat het bestuur de belangen van schuldeisers mee moet wegen in zijn handelen, tenzij dit nodig is voor het voortbestaan van de

⁴¹⁸*Dodge v. Ford Motor Co.* 204 Mich, 459, 170 NW 668 (1919).

⁴¹⁹ Bainbridge 2002, p. 410 – 417.

⁴²⁰Zie *Dodge v. Ford Motor Co.* 204 Mich, 459, 170 NW 668 (1919). Een ander voorbeeld waaruit blijkt dat het bestuur plannen mag maken ten behoeve van andere belanghebbenden is *Shlensky v. Wrigley* 237 NE2d 776 (Ill. App. 1968).

⁴²¹ *Credit Lyonnais bank Nederland NV v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991). Zie ook de discussie tussen Stout 2008 en Macey 2008. Volgens Stout moet een bestuur niet zozeer in het belang van de aandeelhouders handelen, maar moet andere belangen tevens meewegen. Macey geeft aan het bestuur in het belang van de aandeelhouders handelt als het bestuur het belang van de rechtspersoon als uitgangspunt neemt. Zie ook Cahn en Donald 2018.

rechtspersoon.⁴²² Ribstein en Alces benadrukken dat het bestuur geen verantwoordelijkheid of ‘*duties*’ richting schuldeisers heeft.⁴²³ Gevurtz merkt terecht op dat het onmogelijk is om in het rechtspersonenrecht precies vast te stellen wanneer een bestuurder in het belang van een schuldeiser moet handelen.⁴²⁴ Volgens Bainbridge bestaan geen duidelijke criteria om bijvoorbeeld vast te stellen dat een faillissement op handen is. Het is vrijwel onmogelijk om af te bakenen wanneer het bestuur de belangen van schuldeisers moet meewegen.⁴²⁵ Het meest duidelijke criterium is dat het bestuur moet handelen in ‘*the best interest of the corporation*’ als geheel.⁴²⁶ Binnen deze norm is de hoofdregel dat het bestuur mede handelt in het belang van de aandeelhouders, maar tevens met de belangen van de schuldeisers rekening kan of moet houden. Dit komt ook mede tot uiting in de verklaring van de Amerikaanse Business Round Table⁴²⁷ uit 2019 waarin een groot aantal CEO’s hebben verklaard dat het doel van een onderneming mede is om rekening te houden met de belangen van de leveranciers, de omgeving waar een onderneming in opereert en de lange termijn doelen.

⁴²² Bainbridge 2007, p. 350. Zie ook Cahn en Donald 2018.

⁴²³ Ribstein en Alces 2007, Bainbridge 2002, p. 425 en onder andere voetnoot 11, Hansmann 2014 of Hansmann en Kraakman 2000.

⁴²⁴ Gevurtz 2010, p. 324 – 326. Zie ook Cahn en Donald 2018.

⁴²⁵ Zie ‘*Statement on the Purpose of a Corporation*’ van de Amerikaanse Business Roundtable in 2019

⁴²⁶ Zie ook Stout 2013 en Vletter – Van Dort 2018.

⁴²⁷ Bainbridge 2007, p. 354 – 355. Hij geeft aan dat een onduidelijke norm voor bestuurders de ruimte geeft om zich opportunistisch te gedragen. Zie ook de discussie in de Nederlandse literatuur over een maatschappelijke zorgplicht voor bestuurders in bijvoorbeeld Winter e.a. 2021 en Oostwouder en Spronk 2021

Verenigd Koninkrijk

In Nederland, Duitsland en het VK gelden in meer of mindere mate vergelijkbare regelingen als de ‘*business judgement rule*’.⁴²⁸ In het VK heeft de bestuurder verschillende ‘*duties*’ die grofweg onder te verdelen zijn in een ‘*duty of care*’ en een ‘*duty of loyalty*’.⁴²⁹ Bruce beschrijft de verantwoordelijkheden van het bestuur van een rechtspersoon naar Engels recht als de ‘*fiduciary duty*’ en de ‘*duty of skill and care*’.⁴³⁰ Deze verantwoordelijkheden in het VK zijn gedetailleerder uitgewerkt dan in het Duitse en Amerikaanse recht.⁴³¹ Uit de eerste verantwoordelijkheid volgt dat een bestuurder niets mag doen dat tegen het belang is van de rechtspersoon, terwijl de tweede gaat over de wijze van handelen van de bestuurder. Uiteindelijk geldt dat ‘*directors are responsible for the management of the company’s business*’ (part II, §3 Companies (Model Articles) Regulations 2008 No. 3229). De plicht van de bestuurder is in s. 174 CA 2006 omschreven als ‘*a director of a company must exercise reasonable care, skill and dilligence*’. Om ‘*reasonable care*’ te beoordelen wordt het handelen van een bestuurder vergeleken met een ‘*reasonably dilligent person*’ die beschikt over een redelijke kennis en ervaring (s. 214 van de Insolvency Act). Bij deze toets kan een rechter rekening houden met de kennis die een bestuurder in algemene zin heeft en in de tweede plaats met de specifieke kennis van de bestuurder zelf. Verder moet de bestuurder

⁴²⁸ Assink 2007, p. 229 en zie ook Cahn en Donald 2010, p. 369 e.v. en Cahn en Donald 2018, p. 444 e.v. voor een overzicht van de regeling voor de verschillende landen. Zie Raiser en Veil 2006, p. 137 e.v. (AG - § 93 AktG) en 461 e.v. (GmbH - § 43 GmbHG). In Duitsland heeft het BGH de ‘*business judgement rule*’ erkent in het arrest ARAG/Garmenbeck (BGHZ 135, 244, 253 f) van 21 april 1997. Cahn en Donald 2010, p. 373 en Cahn en Donald 2018, p. 450 e.v. geven een analyse van dit arrest. Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009., nr. 791 wijzen op de mogelijkheden om de ‘*busines judgement rule*’ in Nederland in te voeren. Zie ook Van Solinge & Nieuwe Weme 2- IIb 2019/111.

⁴²⁹ Gower en Davies 2012.

⁴³⁰ Bruce 2012, p. 72 en 76.

⁴³¹ Cahn en Donald 2010, p. 303 en Cahn en Donald 2018, p. 354.

onafhankelijk handelen (s. 173 CA 2006), moet belangenconflicten voorkomen (s. 175 CA 2006), mag geen voordelen van derden accepteren (s. 176 CA 2006) en heeft de plicht om een *'proposed transaction'* aan het bestuur te melden. Dit laatste is een transactie waar de bestuurder een direct of indirect belang bij heeft (s. 177 CA 2006). Bestaande transacties waar een bestuurder een belang bij heeft moet de bestuurder schriftelijk aan het bestuur melden (s. 182 CA 2006). Een melding is niet nodig als er redelijkerwijs geen belangenconflict is, als de andere bestuurders al van de transactie op de hoogte zijn of als het bestuur of een commissie van bestuurders de transactie hebben overwogen of gaan overwegen (ss. 177 (6) en 182 (6) CA 2006). Voor intra-groep-transacties, zoals *'interne'* leningen of garanties hoeft een bestuurder van bijvoorbeeld de moeder geen toestemming van de aandeelhouders te vragen (s. 208 CA 2006).

In het VK zijn de verantwoordelijkheden van het bestuur gericht op het belang van *'the company'* (s. 170 (1) CA 2006). Het bestuur moet het succes van de onderneming als geheel nastreven (s. 172 CA 2006)⁴³² en moet besluiten nemen die *'most likely promote the success for the benefit of the members as a whole'*. Het bestuur moet *'in doing so'* tevens belang hechten aan de consequenties voor de lange termijn, de belangen van werknemers en leveranciers, reputatie etc. Het model in het VK staat ook wel bekend als het *'enlightened shareholder model'*.⁴³³ De belangenafweging zal volgens Gower en Davies echter nauwelijks tot juridische processen leiden, omdat een verkeerde belangenafweging niet goed is te bewijzen.⁴³⁴ Een Engelse rechter heeft daarbij aangegeven dat het bestuur niet alleen in het belang van de aandeelhouders moet handelen, maar dat er tevens een verplichting richting schuldeisers kan bestaan. In woorden van een Engelse rechter: *'It is the duty of each director to form an independent judgment as to whether acceding to a shareholder's request is in the best interests of the*

⁴³² Zie bijvoorbeeld Gower en Davies 2012, 540 – 543 en Hughes en Melia 2021.

⁴³³ Zie bijvoorbeeld Cahn en Donald 2010, p. 336 en Cahn en Donald 2018, p. 397.

⁴³⁴ Gower en Davies 2012, 540 – 543.

company'.⁴³⁵ Bruce geeft aan dat het bestuur het verlies voor de schuldeisers moet minimaliseren vanaf het moment dat duidelijk is dat de rechtspersoon in financiële moeilijkheden zit. Dit betekent bijvoorbeeld dat het bestuur geen contracten mag aangaan als het bestuur er niet zeker van is dat deze kunnen worden betaald.⁴³⁶ In het Engelse recht is een bestuurder niet verplicht om een faillissement aan te vragen en heeft het bestuur een beleidsvrijheid om te zoeken naar oplossingen die voor crediteuren het minst beperkend zijn.⁴³⁷ Een bestuurder kan wel aansprakelijk zijn als de bestuurder op een gegeven moment wist dat een faillissement onvermijdelijk was en desondanks niet alle mogelijkheden heeft benut om schade voor schuldeisers te beperken.⁴³⁸ Dit is het leerstuk van de '*wrongful trading*' zoals bepaald in s 214 Insolvency Act. In hoofdstuk 11 ga ik hier in meer detail op in.

Nederland

In Nederland is de moeder als bestuur van het concernonderdeel belast met het besturen van het concernonderdeel (artikel 2:129 leden 1 en 5/ 239 leden 1 en 5 BW). Asser – Maeijer - Van Solinge & Nieuwe Weme beschrijven het bestuur bij uitstek als het orgaan dat ervoor kan zorgen dat de rechtspersoon (i.c. het concernonderdeel) op een doelmatige en effectieve wijze kan deelnemen aan het economische verkeer.⁴³⁹ Het bestuur moet (lange termijn) beleid bepalen en een strategie uitwerken en uitvoeren.⁴⁴⁰ Het bestuur moet vooruitzien en initiatieven

⁴³⁵ Lonhro ltd. vs. Shell Petroleum Co. Ltd [1980] 1 WLR 627.

⁴³⁶ Bruce 2012, p. 64 en p. 492 – 493.

⁴³⁷ Timmerman en Lennarts 1997. Zie ook Cahn en Donald 2018 voor een beschrijving van het Engelse recht.

⁴³⁸ Zie Lennarts 1999, p. 127 – 148 en Timmerman en Lennarts 1997 waarin zij vooral de eenvoud en de flexibiliteit van de regeling roemen. Zie ook Cahn en Donald 2018 voor een beschrijving van het Engelse recht.

⁴³⁹ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 309.

⁴⁴⁰ Zie ook ro. 3.9. Gerechtshof Amsterdam van 29 mei 2017 (ECLI:NL:GHAMS:2017:1965) waar de Ondernemingskamer uitlegt dat het bepalen van de strategie een aangelegenheid van het bestuur

nemen.⁴⁴¹ Het bestuur moet het gezonde voortbestaan van een onderneming nastreven. Hierbij spelen verschillende belangen een rol, zoals die van werknemers, waar het bestuur rekening mee moet houden.⁴⁴² Het bestuur moet het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop stellen, inclusief de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders.⁴⁴³ De rechter is daarbij terughoudend in haar beoordeling of het bestuur bij het nemen van een besluit alle in aanmerking komende belangen naar redelijkheid en billijkheid heeft afgewogen en daarbij de nodige zorgvuldigheid in acht heeft genomen.⁴⁴⁴ De omstandigheden kunnen meebrengen dat het bestuur in haar belangenafweging in het bijzonder rekening moet houden met afspraken die aandeelhouders onderling hebben gemaakt bij bijvoorbeeld het opzetten van een ‘*joint venture*’. De aandeelhouders hebben dan een bepaald doel voor ogen gehad dat voor het bestuur als leidraad kan dienen.⁴⁴⁵ Uiteindelijk moet het bestuur de belangen van alle partijen die bij de vennootschap zijn betrokken niet onnodig of onevenredig mag schaden.⁴⁴⁶ Volgens Van Schilfgaarde/ Winter / Wezeman en Schoonbrood moet het bestuur zich primair moeten richten op de continuïteit van de rechtspersoon, eventueel aangevuld met de eigenlijke doelen die aandeelhouders

is en zij hierover niet vooraf de AVA te betrekken in haar besluitvorming. Zie ook HR van 13 juli 2007, *BA7970, R07/102HR* (ABN AMRO). Zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/135 e.v. Zie ook Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/121 e.v.

⁴⁴¹ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 390 en 391 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/135 e.v.

⁴⁴² Zie ook ro. 3.129. Gerechtshof Amsterdam van 29 mei 2017 (ECLI:NL:GHAMS:2017:1965) waar de Ondernemingskamer wijst op het belang van de vennootschap, ‘*welk belang vooral bepaald wordt door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming*’.

⁴⁴³ Zie HR van 9 juli 2010 (ECLI:NL:HR:2010:BM0976; ASMI).

⁴⁴⁴ Zie HR van 12 juli 2013 (ECLI:NL:HR:2013:BZ9145; VEB c.s./KLM).

⁴⁴⁵ HR van 4 april 2014 (ECLI:NL:HR:2014:797; Cancun).

⁴⁴⁶ Zie ro 4.2.2. en 4.2.3. HR van 4 april 2014 (ECLI:NL:HR:2014:797; Cancun). Zie ook HR 14 september 2007 NJ 2007, 610; JOR 2007/237 (Versatel I) en HR 14 september 2007, NJ 2007, 612; JOR 2007/239 (Versatel III).

nastreven. Bovendien moet het bestuur toetsen dat de belangen van andere partijen, bijvoorbeeld de leverancier, niet onredelijk of onevenredig worden geschaad.⁴⁴⁷

De moeder, die de overwegende zeggenschap binnen het concern heeft, moet bij de uitvoering van haar taken tevens rekening houden met de belangen van de concernonderdelen. Van Schilfgaarde/ Winter / Wezeman en Schoonbrood⁴⁴⁸ geven daarbij aan dat de concernonderdelen in hun doen en laten mede afhankelijk zijn van het beleid binnen het gehele concern en dat elk concernonderdeel opereert ten behoeve van het geheel van het concern. Dit brengt mee dat het concern als geheel een belang heeft en het concern als eenheid een verantwoordelijkheid richting de samenleving heeft waarin zij opereert.⁴⁴⁹ Een afgewogen concernbeleid is daarmee een onderdeel van de behoorlijke taakvervulling van het bestuur van de moeder (artikel 2:9 BW). De moeder heeft een plicht om de leiding over het concern te voeren en moet ingrijpen als dit in het belang van het concernonderdeel nodig is. Tevens moet de moeder zich op de hoogte laten stellen van de gang van zaken in de dochterondernemingen, is verantwoordelijk voor een georganiseerde en gestructureerde informatievoorziening of administratie.⁴⁵⁰ In bijzondere gevallen kan de moeder de plicht hebben om bij te springen als een concernonderdeel in financiële moeilijkheden verkeert.⁴⁵¹ De moeder moet de

⁴⁴⁷ Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 27 – 31 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/4. Zie ook Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/128 met een overzicht van de reactie op de Cancun-beslissing.

⁴⁴⁸ Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 30 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/4. Zie ook Klein Wassink 2016, p. 383. Zie ook Bartman, Dorresteyn en Olaerts 2016 en Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern* 2020.

⁴⁴⁹ Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 30 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/4. Zie ook de uitspraak in de klimaatzaak Shell van de Rechtbank Den Haag van 26 mei 2021 (ECLI:NL:RBDHA:2021:5337) over de verantwoordelijkheid van bedrijven bij het aanpakken van de klimaatcrisis.

⁴⁵⁰ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 827 en 828 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/138.

⁴⁵¹ Bijvoorbeeld Hof Arnhem 16 januari 2001, JOR 2004/8 (Scob / Van der Pol).

belangen van de concernonderdelen en de belangen van de schuldeisers van een concernonderdeel afwegen waarbij de moeder het belang van een concernonderdeel niet kennelijk onevenredig of onnodig mag schaden.⁴⁵² Als de moeder een contract met een bank sluit voor het beschikbaar stellen van concernfinanciering dan mag de moeder geen zekerheden van een concernonderdeel verlangen als dat het voortbestaan van dat concernonderdeel in gevaar kan brengen.⁴⁵³ Klein Wassink⁴⁵⁴ geeft een overzicht van verschillende manieren waarop de moeder haar zorgplicht ten behoeve van het concern kan vervullen. De moeder moet voldoende toezicht houden, inzicht hebben in de voortgang van de concernonderdelen, zo nodig schuldeisers waarschuwen of informeren of kan verplicht zijn tot het nemen van maatregelen, zoals het voorkomen van onnodige schulden, reorganiseren of het verbeteren van de financiële positie van een concernonderdeel. De moeder heeft binnen het concern een plicht tot concernleiding waaruit bepaalde verantwoordelijkheden voortvloeien. Deze verantwoordelijkheden gelden niet alleen als de moeder bestuurder is van een concernonderdeel, maar ook als de moeder de feitelijke leiding over de concernonderdelen voert.⁴⁵⁵ De zorgplicht van de moeder brengt tevens mee dat een moeder haar vordering op een concernonderdeel of ‘interne’ vorderingen tussen concernonderdelen niet met voorrang kon voldoen ten opzichte

⁴⁵² Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 827 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/131 e.v. Zie ook HR van 4 april 2014 (ECLI:NL:HR:2014:797; Cancun).

⁴⁵³ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 827 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/160.

⁴⁵⁴ Klein Wassink 2016, p. 388 – 392. Zie ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 827 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/138. Zie ook Hanegraaf over de mogelijkheid om via een ‘*concernenquête*’ onderzoek te laten doen naar het handelen van de moeder. Zijn pleidooi is om een dergelijke mogelijkheid alleen toe te staan als dat bij wet is vastgelegd.

⁴⁵⁵ Zie Bartman, Dorresteijn en Olaerts 2016, p. 79 – 83 en Bartman, Dorresteijn en Olaerts, *Van het concern* 2020.

van de andere schuldeisers, tenzij daarvoor een duidelijke rechtvaardigingsgrond bestond.⁴⁵⁶

Daarnaast heeft de moeder als bestuurder van een rechtspersoon naar Nederlands recht heeft tevens een ‘*duty of loyalty*’. Het is een bestuurder niet toegestaan om zich zogenoemde ‘*corporate opportunity*’s toe te eigenen, zonder toestemming van bijvoorbeeld de Raad van Commissarissen.⁴⁵⁷ Het belang van een bestuurder loopt niet parallel met dat van een rechtspersoon in alle gevallen waar in redelijkheid kan worden betwijfeld dat de bestuurder zich niet meer heeft laten leiden door het belang van de rechtspersoon. Als een bestuurder direct of indirect een persoonlijk belang heeft dat strijdig is met het belang van de vennootschap dan neemt een bestuurder niet meer deel aan de beraadslagingen of besluitvorming (artikel 2:129 lid 6/ 239 lid 6 BW).

De moeder is als bestuurder van een concernonderdeel jegens de rechtspersoon aansprakelijk, tenzij er geen ernstig verwijt is te maken en de moeder niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur af te wenden (artikel 2:9 BW). Aansprakelijkheid van bestuurders gaat volgens Asser – Maeijer - Van Solinge & Nieuwe Weme op bij onmiskenbare en duidelijke tekortkomingen waarbij het handelen moet worden vergeleken met een redelijk bekwame en handelende functionaris.⁴⁵⁸ Bij faillissement van een rechtspersoon is een bestuurder aansprakelijk voor een tekort dat bij de vereffening van de failliete boedel ontstaat als een bestuurder zijn of haar taak kennelijk onbehoorlijk heeft

⁴⁵⁶ HR van 12 juni 1998 (ECLI:NL:HR:1998:ZC2669; Coral/Stalt), m.nt. P. van Schilfgaarde). Zie ook Zie ook Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern* 2020/8.3.4 die aangeven dat uit dit arrest volgt dat er bij een intensieve bemoeienis door de moeder er een rechtsvermoeden van wetenschap van benadeling van de schuldeisers van de concernonderdelen ontstaat als de moeder eerst de vorderingen van de concernonderdelen betaald.

⁴⁵⁷ Zie Hanegraaf 2020.

⁴⁵⁸ Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 445 – 447 of Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/135 e.v. of Hanegraaf 2019. Zie ook HR van 10 januari 1997, LJN ZC2243, NJ 1997/360 (*Staleman / Van de Ven*) of HR van 8 april 2005, NJ 2006, 443 (Laurus).

vervuld en aannemelijk is dat het handelen van een bestuurder een belangrijke oorzaak van het faillissement is (artikel 2:138 / 149 BW). Een leverancier kan de moeder als bestuurder van een concernonderdeel aansprakelijk stellen als deze een ernstig verwijt valt te maken en redelijkerwijs behoorde te begrijpen dan het concernonderdeel zijn verplichtingen niet zou nakomen en geen verhaal zou bieden voor mogelijke schade (Beklamel-norm).⁴⁵⁹ Bij faillissement van een concernonderdeel is de moeder jegens de boedel (dus voor de gezamenlijke schuldeisers) aansprakelijk voor het tekort bij een kennelijk onbehoorlijke taakvervulling en aannemelijk is dat dit een belangrijke oorzaak is van het faillissement (artikel 2:138 / 248 BW). Als norm geldt hier dat geen andere redelijk denkende bestuurder onder dezelfde omstandigheden op die manier zou hebben gehandeld. Vereist is dat de bestuurder weet of behoorde te weten dat zijn handelen de gezamenlijke schuldeisers zal benadelen.⁴⁶⁰ Verder geldt dat de moeder als bestuurder niet zelf het faillissement van een concernonderdeel mag aanvragen, tenzij deze bevoegdheid in de statuten is opgenomen of het bestuur een opdracht van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders hiertoe heeft gekregen (artikel 2:136/ 246 BW).⁴⁶¹

⁴⁵⁹ HR van 6 oktober 1989 (ECLI:NL:HR:1989:AB9521; Beklamel), HR van 8 december 2006 (ECLI:NL:HR:2006:AZ0758; Ontvanger/Roelofsen) of HR van 26 maart 2010 (ECLI:NL:HR:2010:BK9654; ING/Zandvliet).

⁴⁶⁰ HR van 8 juni 2001 (ECLI:NL:HR:2001:AB2035; Panmo) en HR van 21 december 2018 (ECLI:NL:HR:2018:2370; Geocopter).

⁴⁶¹ Zie ook Gerechtshof Arnhem – Leeuwarden van 20 april 2021 (ECLI:NL:GHARL2021:3796) waar het Hof aangeeft dat een faillissementsaangifte door een bestuurder niet leidde tot kennelijk onbehoorlijk bestuur.

Duitsland

In Duitsland formuleren Raiser en Veil formuleren een aantal voorwaarden waaraan bestuurders zijn gehouden.⁴⁶² Zo moet bestuurders goed zijn geïnformeerd en moet zonder belangenconflict handelen.⁴⁶³ Bestuurders hebben de taak om onafhankelijk van de AVA de planning, financiële controle en invulling van de posities binnen de onderneming in te vullen.⁴⁶⁴ In Duitsland hebben bestuurders ('*Vorstand*') van de AG de taak om de rechtspersoon onder eigen verantwoordelijkheid te leiden (§ 76 AktG). Hiermee nemen bestuurders de taak van de '*Geschäftsführung*' op zich (§ 77 AktG). Bestuurders moeten het ondernemingsdoel bereiken en zijn verplicht om het beleid en de organisatie van de onderneming als zodanig in te richten.⁴⁶⁵ De '*duty of care*' en een element van de '*duty of loyalty*' zijn uitgewerkt in § 93 AktG.⁴⁶⁶ Bij de uitvoering van hun taken moeten bestuurders hun taken op een '*ordentlichen und gewissenhaften*' wijze uitvoeren. Als de bestuurder handelt op grond van beschikbare informatie en in het belang van de rechtspersoon opereert dan is de zorgplicht niet geschonden (§ 93 (1) AktG). Als blijkt dat een bestuurder in strijd met haar verantwoordelijk haar bestuurstaken vervult dat is de bestuurder aansprakelijk voor geleden schade, tenzij een bestuurder tegenbewijs levert (§93 (2) AktG).

In Duitsland heeft het bestuur eveneens een plicht om zich in het belang van de rechtspersoon te gedragen en het bestuur is niet gehouden om de belangen van specifieke groepen te behartigen. Het bestuur moet handelen '*zum Wohle der Gesellschaft*' (§ 93 AktG). Donald en Cahn merken op dat de bestuurders daarbij wel een weg moeten vinden in de afweging van de belangen van de verschillende

⁴⁶² Raiser en Veil 2010, p. 138. Zie ook Cahn en Donald 2018, p. 347 e.v. en BGHZ, ARAG/Garmenbeck 135, 244, 253 f.

⁴⁶³ Raiser en Veil 2010, p. 138 – 142 en Cahn en Donald 2018, p. 347 e.v.

⁴⁶⁴ Raiser en Veil 2010, p. 118 en Cahn en Donald 2018, p. 347 e.v.

⁴⁶⁵ Raiser en Veil 2010, p. 120 en 126 en Cahn en Donald 2018, p. 347 e.v.

⁴⁶⁶ Cahn en Donald 2010, p. 341 en Cahn en Donald 2018, p. 403.

groepen die aan een onderneming zijn verbonden zoals de belangen van de werknemers, schuldeisers en aandeelhouders.⁴⁶⁷ De Duitse bestuurder moet daarbij de lange termijn ontwikkeling van de rechtspersoon en de dochters in het oog houden.⁴⁶⁸ Een bijzondere verantwoordelijkheid is dat een bestuurder van een AG of GmbH binnen drie weken na het intreden van insolventie een *Insolvenzantrag* moet indienen (§ 64 GmbHG / § 92 AktG). Deze verplichting geldt als de rechtspersoon haar schulden niet meer kan betalen, maar ook bij *Überschuldung*. Dit laatste moment doet zich voor als het totaal van de activa binnen een rechtspersoon het totaal van de schulden niet meer dekt. De bestuurder moet dan aangeven wat de prognose is van betaling van de schulden en moet een balans van de waarde van de activa en de schulden. Een bestuurder is verplicht om een faillissement aan te vragen als de rechtspersoon te veel schulden is aangegaan. Als een bestuurder in strijd met deze bepalingen handelt dan is de bestuurder aansprakelijk voor de schade die de schuldeisers leiden (§ 823 (2) BGB).⁴⁶⁹ De aansprakelijk ontstaat doordat het bestuur in strijd met de wet een handeling nalaat waarbij de handeling juist bedoeld is ter bescherming van een schuldeiser.⁴⁷⁰ Daarnaast moet een bestuurder serieuze maatregelen nemen om een noodlijdende rechtspersoon op de been te houden. Een bestuurder die geen enkele poging onderneemt om een rechtspersoon te helpen die in economische moeilijkheden verkeert kan aansprakelijk worden gesteld door de curator of een schuldeiser als

⁴⁶⁷ Raiser en Veil 2010, p. 137 – 142, Cahn en Donald 2010, p. 335 en Cahn en Donald 2018, p. 396.

⁴⁶⁸ Raiser en Veil 2010, p. 137 – 142 en Cahn en Donald 2018, P. 347 e.v. Zie ook Spindler 2008 die de discussie uiteenzet die eveneens in Duitsland is gevoerd over de ‘shareholder – value’ en de andere belangen die bij een onderneming spelen.

⁴⁶⁹ Lennarts 1999, p. 113 – 118. Er is een onderscheid in bestaande schuldeisers die schade kunnen hebben als zij minder hebben ontvangen in vergelijking met een situatie dat een faillissement wel tijdig was aangevraagd.

⁴⁷⁰ Timmerman en Lennarts, 1997 die aangeven dat de regeling tot vergelijkbare resultaten leidt als in Nederland. De regeling is echter niet eenvoudig en zij zijn geen voorstander om een dergelijke regeling in Nederland in te voeren.

deze kan bewijzen dat een bestuurder een contract is aangegaan in de wetenschap dat de rechtspersoon de vordering niet kon voldoen (§ 826 BGB).⁴⁷¹

In Duitsland heeft de moeder tevens te maken met een geformaliseerd concernrecht, zoals opgenomen in §§ 15 – 19 en §§ 291 – 318 AktG. Dit rechtsgebied geldt voor een AG die als rechtspersoon is verbonden met een andere onderneming waarbij die onderneming de controle over de AG uitvoert.⁴⁷² Het concernrecht is van toepassing als een onderneming een meerderheid van de aandelen in een andere onderneming heeft (§ 16 (1) AktG), een rechtspersoon een heersende onderneming is en een andere onderneming een afhankelijke onderneming (§ 17 AktG) of bij een concern met als kenmerk dat de moeder daadwerkelijk een uniforme leiding binnen een concern uitvoert (§ 18 AktG).⁴⁷³ Een aanname in het Duitse concernrecht is dat vanwege de afhankelijkheid tussen verschillende rechtspersonen een verhoogd risico op opportunistisch handelen bestaat en om die redenen extra waarborgen in het rechtspersonenrecht nodig zijn.⁴⁷⁴ De moeder kan daarbij niet zomaar een concern oprichten of structurele aanpassingen in het concern aanbrengen. De moeder heeft goedkeuring van haar

⁴⁷¹ Lennarts 1999, p. 118 – 120. In het genoemde artikel uit het BGB staat: “*Wer in einer gegen die guten Sitten verstößenden Weise einem anderen vorsätzlich Schaden zufügt, ist dem anderen zum Ersatz des Schadens verpflichtet.*”

⁴⁷² Schmidt 2002 gaat in op de tweestrijd in de Duitse literatuur over het doel van het concernrecht (p. 491 – 495). Hij geeft aan dat van oudsher het concernrecht als *Schutzrecht* wordt gezien, maar in oorsprong was het een organisatierecht. Schmidt geeft aan dat beide doelen binnen het concernrecht passen. Zie ook Hüffer 2007, p. 354 – 355, Lennarts 1999, Hopt 2015, Scheuch 2016 en Van Oostrum 2019, hoofdstuk 6.

⁴⁷³ Zie Lennarts 1999, p. 49 – 51 en Scheuch 2016.

⁴⁷⁴ Zie Lennarts 1999, p. 57. Zij geeft aan dat de bepalingen over het concern een geringe rol speelt, omdat makkelijker is aan te tonen dat er een bepaalde mate van afhankelijkheid is op grond van § 17 AktG. Zie ook Scheuch 2016.

Algemene Vergadering van Aandeelhouders nodig als een structuurwijziging de kernbevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering raakt.⁴⁷⁵

In het Duitse concernrecht geldt een onderscheid in een ‘*Vertragskonzern*’ en een ‘*Faktisch Konzern*’. Het eerste soort concern kan worden gevormd doordat twee of meerdere rechtspersonen een zogenoemd ‘*Beherssungsvertrag*’ of ‘*Gewinnabführungsvertrag*’ sluiten. De afhankelijke rechtspersoon, bijvoorbeeld een concernonderdeel, stemt dan contractueel in met het overdragen van zeggenschap aan een heersende rechtspersoon, oftewel de moeder, of gaat ermee akkoord dat bijvoorbeeld de moeder de mogelijkheid krijgt om alle winsten aan de moeder uit te laten keren waardoor de moeder kan beschikken over vermogen van de afhankelijke onderneming (§ 291 (1) AktG).⁴⁷⁶ Met het sluiten van een dergelijk contract ziet het bestuur van de afhankelijke onderneming af van zijn bestuursautonomie. In het Duitse recht is het bestuur van een rechtspersoon exclusief bevoegd om een rechtspersoon te besturen en hoeft in haar handelen geen instructies van andere partijen op te volgen zoals de moeder als aandeelhouder (§ 76 AktG). Door het aangaan van een *Vertragskonzern* kan de moeder de controle over een concernonderdeel verkrijgen en moet het bestuur van de afhankelijke onderneming de instructie van de moeder opvolgen, ook als deze nadelig voor een concernonderdeel zijn (§ 308 AktG). De voorwaarde is dat de moeder in het beste belang van de groep en de concernonderdelen handelt en dat de dochter niet als gevolg van de controle door de moeder insolvent wordt.⁴⁷⁷ Er zijn grenzen aan de instructiebevoegdheid van de moeder. Zo zijn instructies onrechtmatig als deze de continuïteit van een concernonderdeel aantasten, voor het gehele concern nadelig zijn of in strijd zijn met het ‘*Beherssungsvertrag*’, de statuten van een

⁴⁷⁵ Zie Raiser en Veil 2010, p. 684. Zie ook Cahn en Donald 2018, p. 347 e.v. BGH van 25 februari 1982, BGHZ 83, 122 (Holzmüller) en BGH van 26 april 2004, BGHZ 159, 30 (Gelatine) en Scheuch 2016.

⁴⁷⁶ Lennarts 1999, p. 61 en Scheuch 2016.

⁴⁷⁷ Emmerich en Sonnenschein 1997, p. 261 en Scheuch 2016.

concernonderdeel of de wet of goede zeden.⁴⁷⁸ Als een bestuurder van een heersende onderneming onrechtmatige instructies geeft of een bestuurder van een afhankelijke onderneming onrechtmatige instructies uitvoert dan kan dit een reden zijn om de bestuurder aansprakelijk te stellen (§§ 309 en 310 AktG). Om te voorkomen dat de belangen van schuldeisers worden geschaad is in het Duitse concernrecht geregeld dat de moeder verplicht is om elk verlies van de dochter te compenseren dat gedurende de looptijd van het ‘*Beherssungsvertrag*’ of ‘*Gewinnabführungsvertrag*’ is ontstaan. Alleen de afhankelijke onderneming zelf (en dus niet de schuldeisers) kan aanspraak op het vergoeden van de verliezen maken.⁴⁷⁹ Het is niet relevant wat de oorzaak van de verliezen is en daarmee draagt de moeder het volledige ondernemingsrisico van de dochter.⁴⁸⁰ Bij beëindiging van het contract tussen de moeder en de dochter moet de moeder zekerheden geven voor mogelijke verliezen voor contracten die voor de beëindiging zijn aangegaan (§ 303AktG).⁴⁸¹ De moeder moet het verlies uiterlijk aan het einde van het jaar compenseren. Zo niet dan kan de moeder aansprakelijk worden gesteld waarbij deze schadevergoeding hoger kan zijn dan de compensatie van de verliezen (§ 317 (1) AktG).⁴⁸²

⁴⁷⁸ Zie Lennarts 1999, p. 60 – 61 en Scheuch 2016.

⁴⁷⁹ Emmerich en Sonnenschein 1997, p. 263, Lennarts 1999, p. 61 en Scheuch 2016.

⁴⁸⁰ Bruce 2012, p. 64.

⁴⁸¹ Emmerich en Sonnenschein 1997, p. 266 en Scheuch 2016.

⁴⁸² Reich – Graefe 2005, p. 792 die aangeeft dat een schadecompensatie in concernverband in de praktijk nauwelijks voorkomt. Bovendien is het aantal contractuele concerns zeer klein.

6.3 *Verschillen in recht en bepalen van het toepasselijk recht*

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In welke mate zijn er verschillen in recht tussen de landen in de EU mede in vergelijking met de juridische ordening in de VS?
- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?
- In welke mate ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht?

6.3.1 Vaststellen verschillen in recht

In de landen die ik hierboven heb besproken moet de moeder als bestuur van een concernonderdeel handelen in het belang van het voortbestaan van het concernonderdeel als rechtspersoon. Het bestuur heeft een ruime beleidsvrijheid. Het is de taak van de bestuurder om te zorgen dat het concernonderdeel economische activiteiten uit kan voeren. De bestuurder moet daarin een bepaalde vrijheid van handelen hebben. De bestuurder moet uiteraard handelen binnen de normen van een redelijk handelend bestuurder van een concernonderdeel. De referentie voor een redelijk handelend bestuurder zijn in de verschillende landen op een vergelijkbare wijze uitgewerkt. Een bestuurder mag niet nalatig zijn bij de uitvoering van zijn taken en kan bij een onbehoorlijke uitoefening van de taak aansprakelijk zijn. Verder gelden in de landen waarborgen voor transacties waar een bestuurder een eigen belang bij heeft. De regelingen zijn bedoeld te voorkomen dat er een belangenconflict ontstaat tussen het persoonlijke belang van de bestuurder zelf en dat van de vennootschap.

Het bestuur is niet verplicht om te handelen in het belang van specifieke groepen, zoals schuldeisers. De bestuurder moet handelen in het belang van de rechtspersoon als geheel waarbij concernvorming de normen voor het handelen nader in kan vullen. De bestuurder moet daarbij kijken naar het geheel waarbinnen het concern opereert. In de VS en het VK ligt de nadruk bij het handelen van het bestuur op het behartigen van de belangen van de aandeelhouders waarbij het

bestuur wel het belang van de schuldeisers mee kan wegen. In Nederland en Duitsland ligt de nadruk op een belangenafweging van verschillende betrokken partijen door het bestuur. Als blijkt dat een concernonderdeel in financiële moeilijkheden komt te verkeren of een faillissement is te voorzien moet het bestuur verscherpt rekening houden met de belangen van schuldeisers. Een moeder mag niet onnodige nieuwe schulden aangaan of de positie van de schuldeisers aantasten. Bij financiële moeilijkheden van een concernonderdeel zijn de belangen van de schuldeisers beschermd doordat de moeder een aangescherpte verantwoordelijkheid heeft.

6.3.2 Bepalen van het toepasselijke recht

Hoewel het bestuur in alle landen rekening moet houden met de belangen van een leverancier bij financiële moeilijkheden heeft een leverancier te maken met transactiekosten vanwege een verschil in recht. Als een leverancier de moeder als bestuurder aansprakelijk wil stellen dan moet deze onderzoeken wat de exacte voorwaarden zijn zoals die gelden in het land van het toepasselijke recht. Een leverancier moet weten wat het toepasselijke recht is en welke voorwaarden in dat recht gelden. Een rechter moet uiteindelijk via het geldende internationale privaatrecht van een lidstaat vaststellen welk recht van toepassing is om te kunnen oordelen welk recht bepalend is voor een oordeel over de zorgplicht of aansprakelijkheid van de bestuurder.

De wijze waarop een rechter het toepasselijke recht vaststelt hangt af van de juridische grondslag voor bestuurdersaansprakelijkheid. Als de aansprakelijkheid van een bestuurder voortvloeit uit een onrechtmatige daad (zoals bijvoorbeeld blijkt uit de Nederlandse Beklamel-norm zoals eerder beschreven) dan is recht van toepassing van de lidstaat waar de schadeveroorzakende gebeurtenis zich heeft voorgedaan, tenzij er kennelijk een nauwere band is met een andere lidstaat (artikel 4 Rome – II verordening). Het Duitse recht is van toepassing als een bestuurder in Duitsland een onrechtmatige bestuurshandeling heeft verricht. Arons merkt op dat

het toepasselijke recht dat de rechtspersoon beheerst een kennelijk nauwere band op kan leveren bij vraagstukken over mogelijke aansprakelijkheid van een bestuurder van een rechtspersoon.⁴⁸³ Asser/ Kramer & Verhagen⁴⁸⁴ geven aan dat die kennelijk nauwere band alleen opgaat als een bestuurder wordt aangesproken op onrechtmatig handelen vanwege een onbehoorlijke taakuitoefening. De verwijzingsregels van het internationale rechtspersonenrecht zijn dan leidend (zie hoofdstuk 7). In een lidstaat die het incorporatiestelsel aanhangt past een rechter het recht toe dat geldt in de lidstaat van oprichting van de rechtspersoon. In die gevallen geldt in concernverband het recht op grond waarvan het concernonderdeel is opgericht. Als de moeder een concernonderdeel naar Nederlands recht opricht dan beoordeelt een rechter de onbehoorlijke taakvervulling van de moeder als bestuurder van die concernonderdelen op grond van het Nederlandse recht. De moeder heeft daarmee een beperkte mate van rechtskeuze als het gaat om bestuurdersaansprakelijkheid. In hoofdstuk 7 beschrijf ik de vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht. De moeder kan het rechtspersonenrecht kiezen dat het concernonderdeel beheerst. De moeder kan bijvoorbeeld voor alle concernonderdelen kiezen voor het Duitse rechtspersonenrecht. Het Duitse rechtspersonenrecht geldt dan tevens voor een concernonderdeel dat in Nederland economische activiteiten uitvoert. Voor zover het gaat om bestuurdersaansprakelijkheid vanwege een onbehoorlijke taakuitoefening betekent dit dat de moeder het rechtspersonenrecht zou kunnen kiezen dat de minst strenge regeling kent voor zover het gaat om bestuurdersaansprakelijkheid. Toch gelden beperkingen. Zo merken Asser/ Kramer & Verhagen⁴⁸⁵ dat in het Nederlandse internationale privaatrecht een rechter alsnog het Nederlandse recht kan toepassen

⁴⁸³ Zie Arons 2017. Zie ook Vlas 2017.

⁴⁸⁴ Zie Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/68. Als blijkt dat de schade voortvloeit uit een handeling die geen verband houden met de taakuitoefening van een bestuurder dan geldt het recht waar de schadeveroorzakende handeling is verricht. Zie ook Vlas 2017.

⁴⁸⁵ Zie Vlas 2017 en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/68.

als blijkt dat het Nederlandse recht, ondanks de rechtskeuze, toch een nauwere band met de aansprakelijke handeling van een bestuurder heeft (artikel 10:8 BW). Ondanks een keuze voor toepassing van bijvoorbeeld het Duitse recht zou de rechter alsnog het Nederlandse recht kunnen toepassen. Daarnaast kunnen leveranciers de moeder, ondanks de rechtskeuze, tevens aanspreken vanwege onrechtmatig handelen. Het recht van de lidstaat is dan van toepassing waar de schadeveroorzakende handeling (de onrechtmatige bestuurshandeling) zich heeft voorgedaan. Tot slot, gelden de verwijzingsregels uit de EIV voor het toepasselijke faillissementsrecht als blijkt dat de aansprakelijkheid voor een bestuurder nauw verwant is met een faillissement. In hoofdstuk 9 ga ik hier in meer detail op in. Daarmee heeft de moeder beperkte mogelijkheden een eenduidig toepasselijk recht te kiezen om zo haar eigen risico (en transactiekosten) te verlagen. Een manier om dergelijke transactiekosten te verlagen kan zijn met een uniforme zorgplicht voor de moeder. Dit komt in de volgende paragraaf aan de orde.

6.4 *Uniforme zorgplicht bestuurders in de EU*

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

In de Richtlijn herstructurering is voor de EU een eenduidige norm opgenomen voor het handelen van het bestuur van onderneming die in financiële moeilijkheden zit, maar die door herstructurering mogelijk toch levensvatbaar is.⁴⁸⁶ Deze richtlijn heeft als doel preventieve herstructurering van ondernemingen te bevorderen. Ik

⁴⁸⁶ Zie Richtlijn (EU) 2019/1023 van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsel, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en herstructurering (hierna: Richtlijn herstructurering).

kom hier in hoofdstuk 9 op terug. Deze richtlijn bepaalt dat een lidstaat in haar wetgeving moet opnemen dat een bestuurder bepaalde verplichtingen heeft bij een dreigende insolventie. De bestuurders moeten rekening houden met a) de belangen van de schuldeisers, kapitaalhouders en andere belanghebbenden, b) de noodzaak stappen te ondernemen ter voorkoming van insolventie en c) de noodzaak opzettelijke handelingen of grove nalatigheid te vermijden die de levensvatbaarheid van de onderneming bedreigen (artikel 19 Richtlijn herstructurering). In overweging 70 Richtlijn herstructurering staat dat als een onderneming in financiële moeilijkheden verkeert bestuurders stappen moeten ondernemen om verliezen te beperken. De verzwaarde zorgplicht van een bestuurder geldt vanaf het moment dat er een dreigende insolventie is (artikel 19 Richtlijn herstructurering). Een lidstaat mag zelf bepalen op welk moment een dreigende insolventie ontstaat (artikel 2 lid 2 Richtlijn herstructurering). Bestuurders moeten activa beschermen om de waarde te maximaliseren en bestuurders moeten het verlies van essentiële activa tegengaan. Bestuurders moeten hun redelijke inzichten aanwenden om bijvoorbeeld herstructurering mogelijk te maken. De legitieme belangen van schuldeisers moeten daarbij worden beschermd tegen beslissingen van bestuurders die gevolgen hebben voor de samenstelling van de boedel. Het gaat om handelingen die de waarde van de boedel doen dalen, bij een voorkeursbehandeling van bepaalde belanghebbenden of bij handeling die in het persoonlijke belang van de bestuurders zijn (overweging 71 Richtlijn herstructurering).

Daarmee heeft de Europese wetgever een eenduidige norm gesteld voor het handelen van het bestuur bij dreigende insolventie. Toch leidt de uniforme zorgplicht niet tot een verlaging van de transactiekosten vanwege een verschil in recht. De lidstaten moeten zelf bepalen hoe de norm precies wordt ingevuld. Zoals aangegeven geldt een dergelijke zorgplicht nu al in de verschillende landen. Een bestuurder moet bij een naderend faillissement al rekening houden met de positie van de schuldeisers. Met deze algemene uniforme zorgplicht moet een leverancier nog steeds achterhalen op welke manier een lidstaat de zorgplicht heeft ingevuld.

Om de transactiekosten vanwege een verschil in recht te verlagen kan de Europese Commissie met een voorstel komen voor een nog verdere uitwerking van de zorgplicht van een bestuurder bij financiële moeilijkheden. De Europese Commissie kan starten met een inventarisatie van de nadere invulling van de zorgplicht per lidstaat. Uit deze inventarisatie zal blijken in welke mate er materieel daadwerkelijk verschillen in recht zijn tussen de lidstaten. Vervolgens kan de Europese Commissie, voor zover de lidstaten de zorgplicht vergelijkbaar invullen, een voorstel doen voor een uniforme regeling voor de zorgplicht van de moeder als bestuurder.

7 Belang van de rechtsvorm: vrije rechtskeuze en fiscale overwegingen

7.1 Belangenafwegingen in de landen en vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege verschil in recht:

- In hoeverre kunnen partijen met een vrije rechtskeuze de transactiekosten vanwege een verschil in recht verdelen?
- In welke mate zijn de verschillen in recht die een inbreuk van het vrije verkeer veroorzaken gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert?

Het is aan de moeder om een concernonderdeel als rechtspersoon op te zetten. In het rechtspersonenrecht is onder andere geregeld wat de oprichtingsvereisten van een rechtspersoon zijn, uit welke organen de rechtspersoon bestaat en welke bevoegdheden deze organen hebben. Elk land stelt haar eigen rechtspersonenrecht vast en elk land kan in dit rechtsgebied verschillende keuzes maken. Het rechtspersonenrecht kan per land dus materieel verschillen. In dit hoofdstuk beschrijf ik in welke mate de moeder een vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht heeft. Met een volledig vrije rechtskeuze kan de moeder kiezen voor het rechtspersonenrecht van dat land dat voor het concern tot de laagste transactiekosten leidt, ongeacht waar het concernonderdeel feitelijk gevestigd is. De moeder kan dan bijvoorbeeld alle rechtspersonen naar Nederlands of Engels recht opzetten zodat de moeder rekening hoeft te houden met het rechtspersonenrecht van slechts één land. Vrije rechtskeuze kan dus leiden tot lagere transactiekosten voor het concern.

Van het rechtspersonenrecht maken ook waarborgen deel uit die zijn bedoeld ter bescherming van de belangen van specifieke partijen, zoals schuldeisers.⁴⁸⁷ Voorbeelden zijn de bepalingen over het minimumkapitaal. Op grond van de tweede Richtlijn 77/91/EEG⁴⁸⁸ moeten alle rechtspersonen die vergelijkbaar zijn met de naamloze vennootschap een minimumkapitaal aanhouden (artikel 6 Richtlijn 77/91/EEG). Zo moet het maatschappelijk, geplaatste en gestorte kapitaal van een NV naar Nederlands recht ten minste € 45.000 bedragen (artikel 2:67 BW). Voor zover onderdelen binnen een concern dus als een naamloze vennootschap of vergelijkbare rechtsvormen zijn opgezet gelden de bepalingen over het minimumkapitaal in alle lidstaten en bestaan er geen transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving. Voor een rechtspersoon die als besloten vennootschap of vergelijkbare rechtsvorm is opgezet kunnen tussen de landen verschillen bestaan over het aanhouden van het minimumkapitaal. In de opzet zoals ik die in dit onderzoek hanteer geldt dit voor de concernonderdelen waarvan ik ervan uitga dat deze als een besloten vennootschap of vergelijkbare rechtsvormen zijn opgezet. Voor de rechtskeuze voor het rechtspersonenrecht van een concernonderdeel kunnen de regelingen van het verplicht aanhouden van een minimumkapitaal een reden voor de moeder zijn om het recht van een ander land toe te willen passen. Als de moeder bijvoorbeeld kiest voor het Engels rechtspersonenrecht dan hoeft de moeder voor de concernonderdelen die als *'limited company'* zijn opgezet geen minimumkapitaal aan te houden. Hetzelfde geldt in Nederland sinds de flexibilisering van een BV. De moeder kan het kapitaal voor andere doeleinden gaan gebruiken. Met een vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht kan de

⁴⁸⁷ Zie bijvoorbeeld HvJ van 13 december 2005, zaak C-411/03 (Sevic), r.o. 28 onder verwijzing naar de relevante arresten. Het HvJ geeft een opsomming van alle belangen die de lidstaten via het rechtspersonenrecht kunnen dienen, zoals die van minderaandeelhouders, schuldeisers, werknemers, waarborging van doeltreffendheid van fiscale controles of het voorkomen van oneerlijke handel door brievenbusmaatschappijen.

⁴⁸⁸ Tweede Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976.

moeder kiezen voor het rechtspersonenrecht dat de minste eisen stelt aan kapitaalbescherming voor een rechtspersoon.⁴⁸⁹ Beckman⁴⁹⁰ legt over de verplichting over het aanhouden van het minimumkapitaal uit dat dit vooral was ingegeven door de wens van lidstaten om schuldeisers te beschermen. Het vereiste over het minimumkapitaal betekent dat een bepaalde som aan aandelenkapitaal daadwerkelijk door de aandeelhouders moet zijn gestort. Na storting kan de kapitaalvennootschap het gestorte kapitaal gebruiken voor de uitvoering van economische activiteiten. Het aandelenvermogen staat als eigen vermogen op de balans.⁴⁹¹ Het minimumkapitaal is geen som geld die een kapitaalvennootschap als waarborg voor verhaal door schuldeisers moet aanhouden.⁴⁹² Het aanhouden van het minimumkapitaal biedt wat dat betreft dus geen directe bescherming voor schuldeisers. Ik kom hier nog op terug bij de bespreking van een aantal arresten van het HvJ over belemmering van de vrije vestiging in de EU. Andere waarborgen voor schuldeisers die in het rechtspersonenrecht kunnen staan volgen uit de transparantie-eisen van het jaarrekeningenrecht. Een rechtspersoon is verplicht een jaarrekening op te stellen en te publiceren. Voor schuldeisers is op deze manier inzichtelijk wat de financiële situatie van een rechtspersoon is. Het jaarrekeningenrecht is in de EU geüniformeerd via de transparantierichtlijnen.⁴⁹³ Alle lidstaten hebben daarmee vergelijkbare regels over jaarrekeningen van NV's en BV's en er bestaan hier dus geen transactiekosten vanwege een verschil in recht. De belangen van de schuldeisers zijn op vergelijkbare wijze beschermd.

⁴⁸⁹ Zie Beckman 2004.

⁴⁹⁰ Beckman 2004.

⁴⁹¹ Van Schilfgaarde, Winter, Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 77 – 78 en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/18.

⁴⁹² Van der Sangen en Raaijmakers 2004.

⁴⁹³ Zie Van Schilfgaarde / Winter / Wezeman en Schoonbrood 2017, p. 357 e.v. en Winter, Wezeman en Schoonbrood, *Van de BV en de NV* 2022/99 e.v.

Dan terug naar mijn vraagstelling. De vraag die ik in mijn onderzoek stel is in hoeverre uniforme regelgeving nodig is om financiering van een concern meer efficiënt juridisch te organiseren. Voor zover in het rechtspersonenrecht sprake is van een vrije rechtskeuze kan dit tot de conclusie leiden dat geen uniforme regels in het rechtspersonenrecht nodig zijn om financiering van een concern meer efficiënt juridisch te regelen. De moeder kan immers het toepasselijke recht kiezen dat voor haar tot de laagste transactiekosten leidt. Bovendien ontstaat een bepaalde mate van concurrentie tussen het rechtspersonenrecht van de lidstaten. Met uniforme regelgeving valt dit voordeel weg. Een vrije rechtskeuze leidt daarmee tot een verlaging van de transactiekosten van de moeder. Voor bijvoorbeeld een leverancier kan een vrije rechtskeuze binnen het rechtspersonenrecht daarentegen nadelige gevolgen hebben. De rechtskeuze kan betekenen dat een leverancier minder beschermd is als de moeder kiest voor een toepasselijk rechtspersonenrecht waarin geen of minder beschermende bepalingen voor een leverancier gelden. Een vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht leidt daarmee niet per se tot een efficiënte verdeling de transactiekosten. Zoals uitgelegd in hoofdstuk 2 gaat efficiëntie over de afweging van belangen van alle partijen. Dus ook die van een leverancier. Een analyse over een vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht moet dus tevens gaan over de wijze waarop landen of lidstaten in hun rechtspersonenrecht of andere rechtsgebieden (zoals de faillissementspauliana die ik in hoofdstuk 13 beschrijf) bepalingen van dwingend recht moeten kunnen vaststellen (en dus zelf een belangenafweging moeten kunnen maken) om leveranciers te beschermen.

Vanuit het perspectief van een nationale wetgever in een (lid)staat betekent een volledig vrije rechtskeuze voor het toepasselijke rechtspersonenrecht namelijk dat deze minder mogelijkheden heeft om via bepalingen uit het rechtspersonenrecht belangen van schuldeisers te beschermen. Dit zou in het nadeel van bijvoorbeeld een bank of een leverancier kunnen zijn. Een discussie over de vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht vergt dus mede een afweging tussen het belang van een kapitaalvennootschap die met een vrije rechtskeuze kan

kiezen voor zo laag mogelijke transactiekosten bij het opzetten van rechtspersonen en het belang van een wetgever in een bepaald land om in het rechtspersonenrecht effectief belangen van schuldeisers te beschermen. Als elk land echter op een andere manier invulling geeft aan de bescherming van de belangen van schuldeisers ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht (zie ook hoofdstuk 5). Het HvJ heeft in een aantal uitspraken aangegeven dat bepalingen van het rechtspersonenrecht in strijd kunnen zijn met de vrijheid van vestiging in de EU. De lidstaten moeten in een dergelijk geval hun wetgeving aanpassen waardoor de transactiekosten vanwege verschillen in recht voor dat onderdeel wegvallen. Dit vergroot vrije rechtskeuze voor de moeder en beperkt de mogelijkheden voor lidstaten om rechtspersonen uit andere lidstaten te weigeren of om hun eigen rechtspersonenrecht toe te passen op rechtspersonen uit andere lidstaten. In dit hoofdstuk kom ik terug op de reeks van uitspraken van het HvJ.

In de onderstaande paragrafen ga ik eerst in op de mate van vrije rechtskeuze in de VS (paragraaf 7.1.1.). Daarna ga ik in op de wijze waarop lidstaten belangen van schuldeisers in het rechtspersonenrecht beschermen (paragraaf 7.1.2.) en ga ik in op de uitspraken van het HvJ over de mate waarin de verschillen in recht een beperking van de vrijheid van vestiging opleveren (paragraaf 7.1.3.). Tot slot bespreek ik in hoeverre het in de EU nodig is om tot een uniform rechtspersonenrecht te komen (paragraaf 7.1.4.).

7.1.1 Vrije rechtskeuze in de VS

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre kunnen partijen met een vrije rechtskeuze de transactiekosten vanwege een verschil in recht verdelen?

In de VS erkenden de staten aan het einde van de 19^e eeuw rechtspersonen die op grond van het rechtspersonenrecht van andere staten waren opgericht.⁴⁹⁴ Het was de staat New Jersey die als ‘*traitor state*’⁴⁹⁵ in hun rechtspersonenrecht nadrukkelijk opnam dat rechtspersonen die op grond van het recht in deze staat werden opgericht economische activiteiten in andere staten konden uitvoeren. De andere staten verzetten zich niet en gingen niet over tot een expliciet verbod van rechtspersonen uit andere staten. Uiteindelijk is de erkenning van rechtspersonen door staten in de VS uitgemond in de ‘*internal affairs doctrine*’. Deze regel houdt in dat het aan de staten zelf is om de regels over de interne structuur en de bevoegdheid van de organen van een rechtspersoon in hun rechtspersonenrecht vast te leggen. Als een conflict ontstaat tussen bijvoorbeeld het bestuur en een aandeelhouder dan kan een rechter dit conflict beslechten via het rechtspersonenrecht van de staat van oprichting. Dit geldt ook als een rechtspersoon in een andere staat economische activiteiten uitvoert. Het rechtspersonenrecht op grond waarvan de rechtspersoon is opgericht is leidend.

Het is aan elke staat om te bepalen in hoeverre deze staat een rechtspersoon naar vreemd recht accepteert. Over het algemeen hanteren de staten in de VS het incorporatiebeginsel.⁴⁹⁶ Als algemene regel staat in § 297 van de Restatement of

⁴⁹⁴ Tung 2006.

⁴⁹⁵ Dit ontleen ik aan Tung 2006. Zie ook Carney en Shepherd 2008 die beschrijven dat Delaware de positie van New Jersey had overgenomen en bewust heeft gekozen voor een liberaal rechtspersonenrecht. Zie ook Rauterberg en Talley 2017 die het kopiëergedrag van staten beschrijven over de regels voor de ‘*duty of loyalty*’.

⁴⁹⁶ Zie Vlas 2017, p. 119 - 120.

the law, second, Conflict of laws opgenomen dat een staat de oprichting van een rechtspersoon in een andere staat zal erkennen. In de MBCA staat dat het recht van oprichting de interne aangelegenheden en de aansprakelijkheden van een aandeelhouder regelt (§ 15.01 MBCA). De rechter hanteert het rechtspersonenrecht op grond van het recht van oprichting van de rechtspersoon. Een rechtspersoon kan daarbij geen activiteiten verrichten of heeft geen verdergaande bevoegdheden dan op grond van het rechtspersonenrecht van de staat van oprichting is toegestaan (§ 15.01 MBCA). Verder staat in het MBCA dat een *'a foreign corporation may not transact business in this state until it obtains a certificate of authority from the secretary of state'* (§ 15.01 MBCA). Een *'foreign corporation'* is een rechtspersoon die op grond van het rechtspersonenrecht van een andere staat is opgericht (zie bijvoorbeeld § 1.40 MBCA en § 371 Delaware General Corporation Law). Zonder het certificaat kan de rechtspersoon uit een andere staat niet in rechte optreden (§ 15.02 MBCA). Met het certificaat krijgt de rechtspersoon gelijke rechten en plichten (dus niet meer en niet minder) als een rechtspersoon uit de staat van bestemming (§ 15.05 MBCA). De mate waarin rechtspersonen volledig worden erkend kan per staat verschillen. In Delaware is bijvoorbeeld als eis opgenomen dat een vreemde rechtspersoon zich in ieder geval moet registreren in de staat Delaware (§ 371 Delaware General Corporation Law). In de staat New York zijn beperkingen opgenomen en gelden de regels uit de staat New York over bestuurdersaansprakelijkheid als een rechtspersoon de afgelopen drie jaar het merendeel van de omzet in New York heeft behaald (§ 1317 New York Business Corporation Law). Ook in Californië gelden beperkingen waarbij bepaalde onderdelen van het rechtspersonenrecht (bijvoorbeeld uitkering van dividend) van deze staat van toepassing kan zijn als een rechtspersoon het overgrote deel van de omzet in deze staat behaald, het merendeel van de lonen in deze staat betaald en het merendeel van de aandeelhouders in deze staat zijn gevestigd § 2115 Californian Corporations Code).

In de VS kan de moeder dus zelf bepalen naar het recht van welke staat zij een concernonderdeel wil oprichten, ongeacht waar deze haar activiteiten in de VS

ontplooit. Zo kan de moeder kiezen welk rechtspersonenrecht van toepassing is bij oprichting van een concernonderdeel en daarmee kiezen voor het rechtspersonenrecht dat voor het concern leidt tot de laagste transactiekosten. Deze vrije rechtskeuze is niet absoluut en in sommige staten, zoals in New York of Californië, kunnen bepaalde regels van de staat waar het concernonderdeel actief is van toepassing zijn op het concernonderdeel uit een andere staat.

7.1.2 Belangenafweging via het rechtspersonenrecht in de EU

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre kunnen partijen met een vrije rechtskeuze de transactiekosten vanwege een verschil in recht verdelen?
- In welke mate zijn de verschillen in recht die een inbreuk van het vrije verkeer veroorzaken gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert?

In de EU stelt elke lidstaat haar eigen rechtspersonenrecht vast. Verder is het, voor zover dit niet in strijd is met de Europese vrijheid van vestiging (zie hoofdstuk 7.1.3), aan elke lidstaat om te bepalen wat de verbindingsfactor is dat bepaalt door welk recht een rechtspersoon wordt geregeerd. Sommige lidstaten hanteerden aanvankelijk verschillende juridische technieken om de keuzes die in het rechtspersonenrecht van de eigen lidstaat zijn gemaakt op te leggen aan rechtspersonen die zijn opgericht naar het recht van andere lidstaten en die in hun lidstaat economische activiteiten uit wilden voeren. In een reeks uitspraken heeft het HvJ deze mogelijkheden voor lidstaten ingeperkt. Ik kom hier in de volgende paragraaf op terug. Hieronder geef ik aan op welke wijze sommige lidstaten voorafgaand aan deze serie uitspraken van het HvJ een vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht wilden voorkomen of inperken.

In Duitsland heeft van oudsher de leer van de werkelijke zetel gegolden als de verbindingsfactor die bepaalt door welk recht een rechtspersoon wordt geregeerd.

Dit betekent dat Duitsland een rechtspersoon nooit heeft erkend als deze in een ander land is opgericht en als deze rechtspersoon in Duitsland hun werkelijke zetel heeft en alle economische activiteiten in Duitsland uitvoert.⁴⁹⁷ Een rechtspersoon die naar Nederlands recht was opgericht en naar Duitsland wilde verhuizen moest zich volgens deze leer omzetten naar een Duitse rechtspersoon om in Duitsland erkend te worden. Vanuit het perspectief van de Duitse wetgever betekende dit dat zij alle bepalingen uit het Duitse rechtspersonenrecht kon laten gelden voor alle rechtspersonen die in Duitsland een werkelijke zetel hadden. Andere landen hebben gekozen om rechtspersonen van andere lidstaten wel te erkennen. Dit staat bekend als de incorporatieleer die onder andere in het Nederlandse internationale privaatrecht als uitgangspunt geldt. Op grond van dit recht wordt dan onder andere bepaald op welke wijze deze rechtspersoon moet worden opgericht, wat de bepalingen van het inwendige bestel is en wat de bevoegdheden van de organen zijn (artikel 10:118 en 119 BW). In het VK is de incorporatieleer al in 1730 door de rechter erkend.⁴⁹⁸ Voor een rechtspersoon die buiten het VK is opgericht geldt wel een plicht tot registratie (s. 1044 e.v. Companies Act 2006). Toch hebben de landen die de incorporatieleer aanhangen eveneens beperkingen willen opleggen aan vreemde rechtspersonen. Zo weigerde de Deense bevoegde autoriteit, waar de incorporatieleer geldt,⁴⁹⁹ de inschrijving in het handelsregister van een Engelse

⁴⁹⁷ De leer van de werkelijke zetel kwam aan de orde kwam in HvJ van 5 november 2002, zaak C-208/00 (Überseering). Zie ook Vlas 2017, p. 110 – 111 die aangeeft dat de leer van de werkelijke zetel in EU-verband na een reeks van uitspraken van het HvJ (zie volgende paragraaf) eigenlijk geen waarde meer heeft. bij het beperken van inkomend verkeer van rechtspersonen, dat wil zeggen rechtspersonen die in een andere lidstaat zijn opgericht. Deze leer heeft nog wel betekenis voor ondernemingen die van buiten de EU zich in bijvoorbeeld Duitsland willen vestigen. Daarnaast staat het HvJ toe dat een lidstaat beperkingen oplegt aan eigen rechtspersonen die hun werkelijke zetel willen verplaatsen naar een andere lidstaat (zie HvJ van 12 juli 2012, zaak 378/10 (Vale) en HvJ van 16 december 2008, zaak C-210/06 (Cartesio)).

⁴⁹⁸ Vlas 2017, p. 119. *Henriques v. Dutch West India Co.* [1730] 2. Ld. Raym. 1535 (House of Lords).

⁴⁹⁹ Vlas 2017, p. 117.

rechtspersoon, omdat deze geen enkele economische band met het land van oprichting had en alleen in Denemarken zaken deed.⁵⁰⁰ De Deense autoriteit wilde hiermee afdwingen dat alle rechtspersonen die alleen in Denemarken economische activiteiten uitvoerden toch een minimumkapitaal moesten aanhouden. Op grond van het Engelse rechtspersonenrecht gold deze verplichting niet. De Nederlands wetgever wilde, ondanks het uitgangspunt van de incorporatieleer, de regels over het minimumkapitaal verplicht stellen voor formeel buitenlandse rechtspersonen. Dit zijn rechtspersonen die zijn opgericht naar vreemd recht, maar hun werkzaamheden geheel of nagenoeg geheel in Nederland uitvoeren en geen werkelijke band hebben met het land van oprichting (artikel 1 lid 1 WFBV).⁵⁰¹ Dit was wederom een manier voor een land om bepaalde bepalingen uit het rechtspersonenrecht toch op te leggen aan rechtspersonen die uitsluitend in die lidstaat economische activiteiten uitvoeren.

De leer van de werkelijke zetel en de incorporatieleer kennen beide voor- en nadelen. Als kritiekpunt geeft Vlas⁵⁰² aan dat de leer van de werkelijke zetel vooral gericht is op het indammen van concurrentie door buitenlandse rechtspersonen. Dit leidt volgens hem tot oneerlijke concurrentie. Deze stelling veronderstelt dat de leer van de werkelijke zetel voortvloeit uit een opportunistisch handelen van bijvoorbeeld een Duitse wetgever om rechtspersonen naar vreemd recht tegen te gaan en rechtspersonen naar Duits recht te stimuleren. Dit ligt genuanceerder. Daarbij sluit ik me aan bij Raiser en Veil⁵⁰³ die erkennen dat de incorporatieleer als liberaal stelsel aansluit op de wilsvorming van de partijen die kunnen bepalen welke toepasselijk recht leidt tot de laagste transactiekosten. Een dergelijke

⁵⁰⁰ HvJ van 9 maart 1999, zaak C-212/97 (Centros).

⁵⁰¹ zie HvJ van 30 september 2003, zaak C-167/01 (Inspire Art) waar deze wet aan de orde kwam. In r.o. 102 geeft Adv. Gen. Albers aan dat deze wet hetzelfde effect had als de leer van de werkelijke zetel zoals die in Duitsland geldt (Conclusie van de Adv. Gen. Albers van 30 januari 2003, zaak C-167/01 (Inspire Art)).

⁵⁰² Vlas 2017, p. 32 - 34.

⁵⁰³ Raiser en Veil 2010, p. 775. Zie ook Donald en Cahn 2018, p. 40 – 42.

rechtskeuze kunnen volgens Raiser en Veil ten koste gaan van andere belangen, zoals die van schuldeisers voor zover deze belangen via het rechtspersonenrecht zijn beschermd. Als een land kiest voor de leer van de werkelijke zetel dan komt een lidstaat klaarblijkelijk tot de conclusie dat de te beschermen belangen zwaarder wegen dan de voordelen van een vrije rechtskeuze. Daar is op voorhand niets mis mee en dit betekent niet dat een wetgever in een lidstaat zich opportunistisch gedraagt. Kropholler⁵⁰⁴ formuleert dit negatief en ziet als motief voor de leer van de werkelijke zetel dat een wetgever een neiging tot ‘*Kontrollbedürfnis des Staates*’ heeft waarbij een wetgever ‘*Herr in eigen Haus*’ wil blijven. Ik zie geen principiële redenen waarom een land geen eigen belangenafweging via het rechtspersonenrecht kan maken (zie ook hoofdstukken 4 en 5). De vraag vanuit het perspectief van efficiëntie is of de voordelen voor de te beschermen belangen van bijvoorbeeld schuldeisers opwegen tegen de nadelen van een beperking van de vrijheid van rechtskeuze. Raiser en Veil wijzen nog op een ander nadeel van de leer van de werkelijke zetel en geven aan dat een dergelijke leer kan leiden tot een beperking van ondernemingen om hun werkelijke zetel te verplaatsen. Daarbij merken zij wel op dat hier geen enkel empirisch bewijs voor is.⁵⁰⁵ Ook Vlas⁵⁰⁶ legt uit dat het bij de leer van de werkelijke zetel onduidelijk kan zijn wat nu precies de werkelijke zetel van een rechtspersoon is. Kropholler⁵⁰⁷ geeft verder aan dat de incorporatieleer het internationale handelsverkeer zou bevorderen. Met deze argumenten geven de auteurs echter slechts aan dat aan de leer werkelijke zetel additionele transactiekosten zijn verbonden. Dit betekent niet dat om die reden de leer van de werkelijke zetel moet worden verworpen.

⁵⁰⁴ Kropholler 2006, p. 575 - 576. Zie ook Grundmann, Micklitz en Renner 2021, hoofdstuk 23 over de vrij rechtskeuze in het Europese vennootschapsrecht in de EU.

⁵⁰⁵ Raiser en Veil 2010, p. 775. Zie ook Donald en Cahn 2018, p. 40 – 42.

⁵⁰⁶ Vlas 2017, p. 32 - 34. Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/62 1 – 4.

⁵⁰⁷ Kropholler 2006, p. 575.

In de volgende paragraaf ga ik in op een aantal uitspraken van het HvJ die heeft geoordeeld dat de leer van de werkelijke zetel niet onverkort toegepast kan worden. Volgens het HvJ kan dit een beperking zijn van de vrijheid van vestiging. De uitspraken van het HvJ brengen mee dat de moeder een ruime rechtskeuze voor het toepasselijke rechtspersonenrecht heeft. De landen van ontvangst kunnen die rechtskeuze niet beperken met bijvoorbeeld als reden dat zij in hun rechtspersonenrecht de belangen van schuldeisers willen beschermen. Dit leidt als snel tot een beperking van een vrije vestiging die veelal niet evenredig of proportioneel is. Als een land in haar eigen rechtspersonenrecht een bepaalde beperking oplegt met als doel de belangen van schuldeisers te beschermen dan kan de moeder dus voor het rechtspersonenrecht van een ander land kiezen en niettemin het concernonderdeel in de eerste landen actief laten zijn.⁵⁰⁸ Het land van ontvangst mag die rechtspersoon niet weigeren.

7.1.3 Vrije rechtskeuze in de EU

In een serie van uitspraken heeft het HvJ uitgemaakt in welke mate in de EU vrije rechtskeuze verplicht is en in hoeverre lidstaten de mogelijkheid hebben om, ondanks een rechtskeuze, toch de keuzes in hun eigen rechtspersonenrecht op te leggen. Deze reeks van uitspraken is gedaan voorafgaand aan de Brexit. Sommige zaken gingen over toepassing van het Engelse recht. Deze zaken benoem ik wel in dit hoofdstuk.

De vrijheid van rechtskeuze vloeit in de EU voort uit de vrijheid van vestiging zoals vastgelegd in artikel 49 VWEU. Dit is een vrijheid die geldt voor alle EU-onderdanen. Dus niet alleen natuurlijke personen, maar tevens vennootschappen die in de EU zijn gevestigd (artikel 54 VWEU). Vennootschappen zijn alle *maatschappen naar burgerlijk recht of handelsrecht, coöperatieve verenigingen of*

⁵⁰⁸ Beckman 2004.

*vennootschappen daaronder begrepen, en de overige rechtspersonen*⁵⁰⁹ naar burgerlijk- of privaatrecht, met uitzondering van vennootschappen welke geen winst beogen (artikel 54 tweede zin VWEU). Het HvJ kiest voor een ruime uitleg van het vennootschapsbegrip.⁵¹⁰ De essentie van de vrijheid van vestiging is dat een vennootschap daadwerkelijk economische activiteiten via een vaste vestiging in een andere lidstaat voor een onbepaalde periode moet kunnen uitvoeren.⁵¹¹ Het gaat om alle activiteiten die op enigerlei wijze, complementair en functioneel verband houden met de activiteiten van de onderneming.⁵¹² De vrijheid van vestiging betekent dat een concernonderdeel die in de EU is gevestigd, in alle lidstaten economische activiteiten moet kunnen uitvoeren en de keuze moeten hebben als rechtspersoon naar het recht van de lidstaat van oprichting in een andere lidstaat economische activiteiten uit te voeren (primaire vestigingsrecht) of via agentschappen, filialen en dochterondernemingen (artikel 49, tweede volzin VWEU; secundaire vestigingsrecht).⁵¹³ Een filiaal is omschreven als een lokaal besluitvormingscentrum van een onderneming waarbij vooral gekeken wordt naar de plek van uitvoering van reële en daadwerkelijke economische activiteiten.⁵¹⁴ Ook het bemoeilijken van een vaste inrichting kan onder de vrijheid van vestiging

⁵⁰⁹ Zie Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 21 december 2016, zaak C-646/15 die heeft aangegeven in hoeverre een Engelse trust als een ‘overige rechtspersoon’ kan kwalificeren.

⁵¹⁰ HvJ van 16 december 2008, zaak C-210/06 (Cartesio), r.o. 109. Het HvJ erkent dat een vennootschap niet eenduidig is af te bakenen.

⁵¹¹ HvJ van 25 juli 1991, zaak C-221/89 (Factortame II). Zie ook Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 4 mei 2017, zaak C-106/16 (Polbud), r.o. 36 en 38.

⁵¹² Zie Conclusie van Adv. Gen. Tizzano van 7 juli 2005, zaak C-411/03 (Sevic), r.o. 29 - 32.

⁵¹³ Vlas 2017, p. 74. Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/122 e.v. die aangeven dat het onderscheid tussen het primaire en het secundaire recht kunstmatig is. Zij maken een onderscheid tussen het recht om de lidstaat van oorsprong te verlaten en het recht op toegang tot een lidstaat van ontvangst.

⁵¹⁴ HvJ van 9 maart 1999, zaak C-212/97 (Centros) r.o. 17.

vallen.⁵¹⁵ Binnen de vrijheid van vestiging is het onderscheid tussen een hoofd- of nevenvestiging niet relevant.⁵¹⁶ De vrijheid van vestiging is wel beperkt tot vennootschappen die op grond van het recht van één van de lidstaten zijn opgericht én hun statutaire zetel, hun hoofdbestuur of hun hoofdvestiging in de EU hebben (artikel 54 VWEU). De vrijheid van vestiging in de EU geldt dus niet voor een door de moeder op grond van bijvoorbeeld het recht van Delaware opgericht concernonderdeel. Dit concernonderdeel wordt dan alleen erkend in EU lidstaten die het incorporatiebeginsel aanhangen. Als de moeder de werkelijke zetel van een concernonderdeel naar het recht van Delaware naar Duitsland wil verplaatsen dan moet de moeder deze rechtspersoon omzetten naar een rechtspersoon naar Duits recht.

De vrijheid van vestiging begint steeds bij een rechtspersoon die op grond van het nationale recht van een land van oorsprong op de juiste wijze is opgericht en bij verplaatsing binnen de EU nog steeds activiteiten wil uitvoeren.⁵¹⁷ De moeder kan bijvoorbeeld een concernonderdeel naar Engels recht oprichten waarbij de moeder is gehouden aan de oprichtingsvereisten zoals die in het VK gelden. Het land van oorsprong kan i) fiscale voorwaarden stellen, zoals een fiscale afrekening⁵¹⁸ of toestemming⁵¹⁹ van de fiscus als de moeder het concernonderdeel naar een ander land wil verhuizen, maar de rechtspersoonlijkheid van de lidstaat van oorsprong wil behouden of ii) bepalen dat de rechtspersoonlijkheid van het

⁵¹⁵ Zie ro.21 van het HvJ van 17 december 2015, zaak C-388/14 (Timac Agro) en HvJ van 17 juli 2014, zaak C-48/13 (Nordea Bank).

⁵¹⁶ Conclusie van Adv. Gen. Ruiz-Jarabo van 4 december 2001, zaak C-208/00 (Überseering), voetnoot 20.

⁵¹⁷ HvJ van 16 december 2008, zaak C-210/06 (Cartesio), r.o. 109 en 123 en de Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 8 september 2011, zaak C-371/10, r.o. 22 en 25 (National Grid Indus).

⁵¹⁸ HvJ van 29 november 2011, zaak C-371/10, r.o. 37 (National Grid Indus), r.o. 26 en 27.

⁵¹⁹HvJ van 27 september 1988, zaak C-81/87 (Daily mail).

concernonderdeel na verhuizing naar een ander land ophoudt te bestaan.⁵²⁰ De landen van oorsprong hebben een exclusieve bevoegdheid om regels vast te stellen over de oprichting en het (voort)bestaan van vennootschappen.⁵²¹ Als voorbeeld noemt de Adv. Gen Ruiz-Jarabo Duitsland die mag bepalen dat een vennootschap naar Duits recht een werkelijke zetel in Duitsland heeft. Dit kan betekenen dat de vennootschap bij het verlaten van Duitsland de Duitse rechtspersoonlijkheid verliest en in het land van bestemming een nieuwe rechtspersoon moet oprichten.⁵²² Een land van oorsprong kan echter ook te ver gaan. Dit kwam tot uiting in een Poolse zaak. De onderneming Polbud wilde haar statutaire zetel naar Luxemburg verplaatsen, maar wilde uitsluitend in Polen economische activiteiten blijven uitvoeren. Polen stond een dergelijke omzetting van rechtspersoonlijkheid toe, maar wel onder de voorwaarde dat de Poolse rechtspersoon moest worden geliquideerd mede ter bescherming van de schuldeisers. Een dergelijke verplichting is echter niet evenredig en was om deze reden in strijd met de vrijheid van vestiging.⁵²³

De vrijheid van vestiging gaat niet zozeer over het wel of niet behouden van een bepaalde nationale rechtspersoonlijkheid, maar om de continuïteit van ondernemingen te waarborgen als zij hun zetel willen verplaatsen.⁵²⁴ Als de moeder in het VK een concernonderdeel naar Engels recht opricht dan moet dit

⁵²⁰ HvJ van 16 december 2008, zaak C-210/06 (Cartesio) en de Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 8 september 2011, zaak C-371/10 (National Grid Indus), r.o. 22 en 25.

⁵²¹ Conclusie van Adv. Gen. Ruiz-Jarabo van 4 december 2001, zaak C-208/00 (Überseering), r.o. 26 en HvJ van 5 november 2002, zaak C-208/00 (Überseering).

⁵²² Conclusie van Adv. Gen. Ruiz-Jarabo van 4 december 2001, zaak C-208/00 (Überseering), voetnoot 30. Zie ook Von Hoffman en Thorn 2007, p. 291 en Vlas 2009, p. 81. Zie ook HvJ van 16 december 2008, zaak C-210/06 (Cartesio).

⁵²³ Zie Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 4 mei 2017, zaak C-106/16 (Polbud), r.o. 66 en HvJ van 25 oktober 2017, zaak C-106/16 (Polbud).

⁵²⁴ HvJ van 16 december 2008, zaak C-210/06 (Cartesio). Zie ook ro. 24 van de Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 17 november 2016, zaak C-68/15 die aangeeft dat een vrije rechtskeuze niet zozeer betekent dat een lidstaat per se maatregelen rechtsvormneutraal moet vaststellen.

concernonderdeel niet worden belemmerd als deze naar Duitsland verhuist. Duitsland mag als lidstaat van bestemming niet eisen dat een rechtspersoon moet worden omgezet naar een rechtspersoon op grond van het Duitse recht.⁵²⁵ Duitsland kan dus als ‘*ontvangende lidstaat*’ niet de leer van de werkelijke zetel hanteren. Het land waar een concernonderdeel naar toe verhuist moet de rechtsvorm van het concernonderdeel waarborgen.⁵²⁶ Een land van bestemming mag niet extra eisen aan die verhuizing stellen. In de zaak Vale⁵²⁷ wilde een Italiaanse rechtspersoon haar zetel naar Hongarije verplaatsen met gelijktijdige doorhaling in het Italiaanse handelsregister. De onderneming wilde in Hongarije een nieuwe rechtspersoon oprichten en wilde dat dat deze nieuwe Hongaarse rechtspersoon als rechtsopvolger van de Italiaanse rechtspersoon werd erkend. In het Hongaarse recht was dit mogelijk voor binnenlandse rechtspersonen, maar niet voor een rechtspersoon die naar buitenlands recht was opgericht. Hongarije erkende de nieuwe Hongaarse rechtspersoon dus niet als rechtsopvolger van de Italiaanse rechtspersoon. In deze zaak werd duidelijk dat vanwege het verschil in wetgeving tussen lidstaten de continuïteit van de onderneming niet werd gewaarborgd en de beperking in het Hongaarse recht was een schending van de vrijheid van vestiging die verder ging dan noodzakelijk. In het Hongaarse recht was onvoldoende rekening gehouden met dergelijke grensoverschrijdende gevallen. Een andere methode voor het verplaatsen van een zetel is een grensoverschrijdende fusie.⁵²⁸ In de zaak SEVIC kwam een beperking bij een grensoverschrijdende fusie aan de orde.⁵²⁹ Het Duitse recht voorzag niet in een fusie tussen een Duitse en buitenlandse rechtspersoon. Deze beperking

⁵²⁵ Conclusie van Adv. Gen. Ruiz-Jarabo van 4 december 2001, zaak C-208/00 (Überseering) en HvJ van 5 november 2002, zaak C-208/00 (Überseering).

⁵²⁶ Zie Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 12 mei 2016, zaak C-593/14 (Masco Denmark).

⁵²⁷ HvJ van 12 juli 2012, zaak C-378/10 (Vale) en Conclusie van Adv. Gen. Jääskinen van 15 december 2011, zaak C-378/10 (Vale).

⁵²⁸ Conclusie van Adv. Gen. N. Jääskinen van 15 december 2011, zaak C-378/10 (Vale), r.o. 35.

⁵²⁹ Zie HvJ van 13 december 2005, zaak C-411/03 (Sevic).

belemmerde de keuze van een ondernemer om een grensoverschrijdende zetelverplaatsing via een fusie te realiseren. Dit leverde een strijd op met de vrijheid van vestiging zonder een dwingende reden van algemeen belang om de beperking te handhaven. Duitsland moest de grensoverschrijdende fusie erkennen. De vrijheid van vestiging betekent dat een lidstaat van bestemming een vreemde rechtspersoon moet accepteren en geen onnodige beperkingen mag opleggen.⁵³⁰ Een lidstaat legt belemmeringen aan een buitenlandse vennootschap op als deze beperkingen in het land van oorsprong niet gelden.⁵³¹ De rechtspersoon wordt dan anders behandeld dan een rechtspersoon die niet verhuist. Als het Engelse recht bijvoorbeeld geen eisen van minimumkapitaal kent dan kan een lidstaat van bestemming deze eisen niet alsnog opleggen op een Engelse limited die in het land van bestemming haar feitelijke werkzaamheden verricht, tenzij het land van bestemming een dwingende reden van algemeen belang voor de beperking heeft en de beperking niet verder dan noodzakelijk gaat.⁵³² Binnen concernverband kan sprake zijn van een beperking als een ingezeten moedervernootschap met een buitenlandse dochter ongunstiger wordt behandeld dan een ingezeten moedervernootschap met een binnenlandse dochter,⁵³³ tenzij de beperking gerechtvaardigd is vanwege een dwingende reden van algemeen belang.

Het voorgaande betekent dat de moeder in de EU zelf het toepasselijke recht kan kiezen bij het oprichten van een concernonderdeel. De moeder heeft de vrijheid om bijvoorbeeld alle concernonderdelen naar Engels of Nederlands rechtspersonenrecht op te richten. De moeder moet zich daarbij wel houden aan de

⁵³⁰ Zie HvJ van 10 juli 1986, zaak C-79/85 (Segers) in r.o. 15 en 16; zie ook HvJ van 9 maart 1999, zaak C-212/97 (Centros) en HvJ van 30 september 2003, zaak C-167/01 (Inspire Art).

⁵³¹ HvJ van 9 maart 1999, zaak C-212/97 (Centros) en HvJ van 30 september 2003, zaak C-167/01 (Inspire Art).

⁵³² HvJ van 9 maart 1999, zaak C-212/97 (Centros) en HvJ van 27 september 1988, zaak C-81/87 (Daily mail).

⁵³³ Zie overweging 35 Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 16 april 2015, zaak C-66/14 (Finanzamt Linz).

bepalingen van het rechtspersonenrecht in het land van oorsprong, tenzij een land van oorsprong onevenredige beperkingen oplegt.

7.1.4 Geen noodzaak tot uniformering van het rechtspersonenrecht in de EU

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

De centrale vraag in mijn onderzoek is in hoeverre in de EU uniforme wetgeving nodig is om de financiering van een concern efficiënter te maken en in welke mate de EU kan leren van de rechtsordening in de VS. Uit de bovenstaande paragrafen blijkt dat in de EU en de VS de moeder een ruime rechtskeuze voor het toepasselijke rechtspersonenrecht heeft. De moeder kan dus voor het rechtspersonenrecht kiezen dat voor haar leidt tot de laagste transactiekosten. De landen van ontvangst kunnen die rechtskeuze niet beperken met bijvoorbeeld als reden dat zij in hun rechtspersonenrecht de belangen van schuldeisers op een andere wijze willen beschermen dan in het land van herkomst gebeurt. Dit leidt al snel tot een beperking van een vrije vestiging die veelal niet evenredig of proportioneel is. Dit betekent overigens niet dat een wetgever van een land de belangen van schuldeisers niet kan beschermen. Voor een deel kan een wetgever deze belangen nog altijd in een ander rechtsgebied reguleren, bijvoorbeeld via het faillissementsrecht (hoofdstuk 9) en het zekerhedenrecht (zie deel III). En ook het recht van het land van herkomst kan bepalingen hebben die de schuldeisers beschermen. De vrije rechtskeuze van de moeder in het rechtspersonenrecht betekent dus niet per se een benadeling van de positie van de schuldeisers. Daarnaast geldt dat voor een deel de belangen van schuldeisers, bijvoorbeeld via de transparantierichtlijnen of de richtlijn preventieve herstructurering (zie

hoofdstuk 9), in de EU al uniform zijn geregeld.⁵³⁴ Ik heb in mijn analyse geen argumenten kunnen achterhalen dat een volledig uniform rechtspersonenrecht leidt tot een meer efficiënte financiering van een concern. De vrije rechtskeuze in het rechtspersonenrecht brengt mee dat de moeder haar transactiekosten met een vrije rechtskeuze zo laag mogelijk kan houden, terwijl dit niet per se leidt tot benadeling van schuldeisers.

7.2 Fiscale afwegingen bij de keuze voor rechtspersonen

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun (controle)rechten inzetten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

7.2.1 Gevolgen van fiscaal gemotiveerde concernvorming

De moeder kan fiscale motieven hebben om het concern op een bepaalde manier in te richten. Aan de vorming van afzonderlijke rechtspersonen binnen een concern kunnen fiscale motieven (vanwege verschil in belastingtarieven tussen de landen) aan ten grondslag liggen met als gevolg een lagere belastingschuld voor het concern. Dit is een voordeel voor de aandeelhouders van de moeder, omdat hun residuele inkomensrecht hoger wordt. Voor de bank en de leverancier is een lagere belastingschuld eveneens voordelig, omdat de vordering van een concurrente (soms preferente) schuldeisers (fiscus) lager is. Een gevolg van de belastingconstructies kan zijn dat een concern onnodig veel rechtspersonen opzet waardoor de organisatievorm van het concern minder transparant wordt. Vanwege fiscale motieven wordt economische onderneming als ‘*single economic unit*’ mogelijk onnodig opgeknipt in verschillende rechtspersonen. De moeder laat zich dan niet meer leiden door rechtseconomische motieven om rechtspersonen binnen

⁵³⁴ Zie ook Verbrugh 2020 die ingaat op de wenselijkheid van harmonisatie in de EU.

het concern op te richten (zie hierover hoofdstuk 8). Vooral voor een leverancier kan dit betekenen dat minder duidelijk is op welke wijze de concerns hun risico's hebben afgebakend in verschillende rechtspersonen. De leveranciers zijn minder goed in staat om een risicopremie te berekenen. De fiscale prikkels kunnen daarmee leiden tot een inefficiënte afbakening van activa. Dit is vooral een nadeel voor een leverancier die zich alleen aan een concernonderdeel heeft verbonden. Voor een bank speelt dit nadeel over het algemeen niet, omdat de bank bij concernfinanciering alle concernonderdelen via een hoofdelijke aansprakelijkheid mede kan verbinden aan de concernschuld (zie hoofdstuk 13). De bank is daarmee indifferent over het belang van een transparante organisatievorm en heeft een groter belang bij een zo laag mogelijke geconsolideerde belastingdruk. Hieronder leg ik kort uit hoe concernvorming de fiscale motieven van de moeder kan beïnvloeden en welke stappen in de EU zijn gezet om tot een betere fiscale afweging te komen.

7.2.2 Verdeling van kosten binnen een concern

Door het oprichten van concernonderdelen in verschillende landen kan de moeder binnen een concern de geconsolideerde belastingdruk beïnvloeden. Dit kan onder andere door het strategisch creëren van bedrijfsmatige activiteiten en financiële stromen tussen concernonderdelen. In de beschikking waarin de Europese Commissie⁵³⁵ een onderzoek inleidde naar de belastingvoordelen van Starbucks beschrijft de Europese Commissie dat multinationale ondernemingen prikkels kunnen hebben om zoveel mogelijk winst toe rekenen aan een dochter in een land met een laag tarief voor de vennootschapsbelasting (hierna: Vpb) en zo weinig mogelijk winst aan een dochter in een land met een hoog tarief. Hiervoor

⁵³⁵ Zie no. 10 van de beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38374 (Starbucks).

kan het nodig zijn om een bepaalde rechtspersonenstructuur op te zetten.⁵³⁶ Voor een internationaal concern met verschillende rechtspersonen in verschillende landen is het mogelijk om optimaal gebruik te maken van het verschil in Vpb-tarieven (Vennootschapsbelasting) en op die manier de geconsolideerde belastingdruk te verminderen.⁵³⁷ In de VS is er federale wetgeving via de Internal Revenue Code (IRC). Dit is het nationale deel van de federale wettelijke belastingwetgeving in de VS. Hieronder een overzicht van de belastingtarieven van de Vpb in de VS (federaal) en een aantal landen in Europa. In de tabel staat het tarief dat de centrale overheid binnen een lidstaat of de federale overheid in de VS heft.

2021	VS	NL	VK	Dtsl
Tarief Vpb	21%*	25%	19%	15%

*In de VS wordt de belasting bepaald over verschillende schijven van inkomsten (§ 11 IRC)

Bron: OECD Tax database (http://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-database.htm#C_CorporateCapital – juli 2021)

De moeder kan binnen een concern de geconsolideerde belastingdruk beïnvloeden door kosten en opbrengsten binnen de concernonderdelen te verdelen. Dit kan bijvoorbeeld in haar keuze voor de financieringsvorm aan haar

⁵³⁶ Bij Starbucks is bijvoorbeeld gekozen voor een ‘*corporation*’ in de VS die door middel van verschillende Amerikaanse ‘*incorporations*’, Commanditaire Vennootschappen en een ‘*Limited Partnership*’ is verbonden met Starbucks Coffee EMEA BV en Starbucks Manufacturing EMEA BV in Nederland. Zie p. 12 van de beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38374 (Starbucks). Zie ook no. 30 waarin is aangegeven dat een tweede CV nodig was om te vermijden dat de Zwitserse vennootschap onder de belastingwetgeving van de VS zou vallen.

⁵³⁷ De lidstaten zijn in de EU autonoom bij het vaststellen van fiscale regelgeving. Zie hierover bijvoorbeeld de Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 12 mei 2016, zaak C-593/14 (Masco Denmark). Zij geeft ook aan dat uit het autonomiebeginsel voortvloeit dat geen strijd met de Europese vrijheid van vestiging of kapitaal ontstaat als een benadeling van een grensoverschrijdende situatie komt vanwege een enkel verschil in fiscale regels tussen lidstaten. Zie ook Marian 2013 over een uitleg van de verschillende stelsels van belastingheffing.

concernonderdelen. Bij een lening moet een concernonderdeel rente betalen die als kostenpost ten laste van de winst van het concernonderdeel komt. De moeder ontvangt rente die ten gunste van de winst komt. Als een concernonderdeel in een land met een hoog Vpb-tarief is gevestigd en de moeder in een land met een laag Vpb-tarief dan kan de moeder met het verlenen van een lening aan dit concernonderdeel de belastbare winst van dit concernonderdeel verlagen.⁵³⁸ In de verschillende landen kunnen wel beperkingen gelden voor het betalen van rente bij interne financiering. In Duitsland zijn de rentebetalingen binnen een concern beperkt tot 30% van het geconsolideerde belastbare inkomen, tenzij de concernonderdelen slechts ‘*anteilmäßig*’ tot het concern behoren of het vreemde vermogen ten opzichte van het totale eigen vermogen beperkt van omvang is (§ 4 EstG). Ook kunnen landen beperkingen opleggen als blijkt dat een rechtspersoon in een land ondergekapitaliseerd is.⁵³⁹ Als de moeder kiest voor het verhogen van het aandelenkapitaal van de dochter dan brengt deze vorm van financiering geen kosten voor de dochter met zich mee. Het betalen van dividend is geen kostenpost en is daarmee niet aftrekbaar. Deze vorm van financiering heeft dus geen gevolgen voor de belastbare winst. De moeder krijgt opbrengsten in de vorm van ontvangen dividend waarover de moeder in principe vennootschapsbelasting verschuldigd is, tenzij een fiscale vrijstelling geldt.⁵⁴⁰ In Nederland kan een moeder een aandelenparticipatie als deelnemingsvrijstelling opnemen als de moeder voor ten minste 5% van het nominaal gestorte kapitaal aandeelhouder is (artikel 13 Wet Vpb). In het VK hoeft een belastingplichtige die in het VK is gevestigd in principe geen belasting over ontvangen dividend te betalen (s. 208 ICTA). In Duitsland geldt een uitzondering voor betaling van belasting over dividend bij een fiscale eenheid (§ 8b (2) KstG). In de VS hoort het ontvangen dividend tot het inkomen van een onderneming (§ 61 IRC), maar geldt een vrijstelling als de moeder meer

⁵³⁸ Zie ook CPB 2015 die wijst over het afbouwen van een ‘*fiscale subsidie*’ bij een renteaftrek.

⁵³⁹ Zie Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 12 mei 2016, zaak C-593/14 (Masco Denmark).

⁵⁴⁰ Zie bijvoorbeeld Bouwman 2001, p. 249. Ik ga verder niet in op de dividendbelasting.

dan 80% van de stemrechten heeft en de waarde van de aandelen van de moeder hoger zijn dan 80% van de totale waarde van de aandelen (§ 243 en 1504 IRC). In alle genoemde landen kan de moeder voor haar deelnemingen in al haar concernonderdelen dus vrijgesteld zijn van het betalen van dividendbelasting.

7.2.3 Zakelijkheidsbeginsel bij intra-groep transacties

Een andere manier voor een internationaal concern om de kosten en opbrengsten tussen de concernonderdelen te verdelen is via intra-groep transacties zoals bij het leveren van goederen en diensten tussen de concernonderdelen. Het concernonderdeel dat iets levert heeft een vordering op het andere concernonderdeel. Het concernonderdeel dat de goederen of diensten afneemt maakt kosten die ten laste van de winst komen. Om de belastingdruk te beïnvloeden kan de moeder binnen een concern kiezen voor aanpassing van de prijzen en financiële stromen bij intra-groep transacties. Binnen een concern kan een moeder zorgen dat een concernonderdeel in een land met hoog tarief hoge prijzen moet betalen en een concernonderdeel in een land met een laag tarief juist lage prijzen en vice versa. De OECD benadrukt overigens dat de prijzen voor intra-groep transacties niet per se zijn gericht op het verminderen van de belastingdruk. Binnen een concern kan het lastig zijn om een juiste prijs voor intra-groep transacties te bepalen. Het zijn dus niet altijd fiscale motieven die ten grondslag liggen aan het te hoog op te laag beprijzen van intra-groep transacties.⁵⁴¹ De wijze van het vaststellen van de prijzen van intra-groep transacties staat bekend als ‘*transfer pricing*’. De OECD heeft regels opgesteld op grond waarvan de marktconforme prijs voor intra-groep transacties kan worden bepaald.⁵⁴² De

⁵⁴¹ Zie bijvoorbeeld OECD 2010.

⁵⁴² Voor een uitleg zie hoofdstuk 2.3. van de beschikking van de Europese Commissie van 21 oktober 2015, zaak SA.38374, C(2015), 7143 def. (Starbucks). In de andere zaken die de Europese Commissie onderzoekt staat dezelfde uitleg.

prijzen bij intra-groep transacties zijn toelaatbaar voor zover deze voldoen aan het zakelijkheidsprincipe (*'arms length principle'*), zoals bepaald in artikel 9 (1) van het OECD-belastingmodel voor *'transfer pricing'*.⁵⁴³ Om te bepalen in hoeverre voldaan is aan het zakelijkheidsbeginsel kunnen intra-groep transacties worden vergeleken met transacties zoals die tussen onafhankelijke rechtspersonen zouden hebben plaatsgevonden. De OECD spreekt over het vergelijken van een *'controlled'* en een *'uncontrolled transaction'*. Een *'controlled transaction'* is elke handeling tussen rechtspersonen waarbij de ene rechtspersoon (de moeder) direct of indirect deelneemt in het management, controle of kapitaal van een andere rechtspersoon. De controlerende rechtspersoon moet een aandelenparticipatie hebben van meer dan 50%. Dit gaat dus op voor het concern dat in mijn onderzoek als model staat. Een transactie tussen concernonderdelen voldoet aan het zakelijkheidsbeginsel als gebruik is gemaakt van een vastgestelde methode voor het berekenen van de prijzen bij intra-groepstransacties. Bepalende factoren kunnen zijn de aard van de activa, de specifieke functies van de betreffende rechtspersonen, de contractuele voorwaarden, de economische omstandigheden en de bedrijfsstrategieën.⁵⁴⁴ Uiteindelijk moet het volgens de OECD gaan om een *'true allocation of risk'* waarbij bepalend kan zijn welke partij het beste in staat is om een risico te dragen. De verdeling van de risico's en te behalen prestaties zullen onderdeel zijn van het contract waarbij partijen zich aan de afspraken zullen houden, tenzij het in het belang van beide partijen is om van de voorwaarden af te wijken. Voor het verlenen van diensten heeft de OECD nog bepaald dat de dienst daadwerkelijk geleverd moet zijn waarbij de dienst nodig moet zijn om de commerciële positie te verbeteren. Een onafhankelijke onderneming moet een vergelijkbare prijs voor de dienstverlening willen betalen.⁵⁴⁵

⁵⁴³ Zie OECD 2011, no. 1.2. Zie ook Europese Commissie (COM (2015) 302 def.).

⁵⁴⁴ Zie OECD 2011, p. 7 – 8 en OECD 2010, p. 11 – 16.

⁵⁴⁵ Zie OECD 2011, p. 11. Zie ook Osborne 2011, p. 814 die aangeeft dat de principes van de OECD niet ingewikkeld zijn, maar de uitwerking wel buitengewoon complex.

Voor fiscale regelgeving betekent dit dat de belastbare winst van een bedrijf kan worden gecorrigeerd als blijkt dat intra-groep transacties niet voldoen aan het zakelijkheidsbeginsel. De betaalde prijs is te hoog en het prijsverschil is als kostenpost niet aftrekbaar. Het zakelijkheidsprincipe is in verschillende landen in de fiscale wetgeving overgenomen. In Nederland geldt bijvoorbeeld dat verrekenprijzen niet mogen afwijken van voorwaarden die in het economische verkeer door onafhankelijke partijen zouden zijn overeengekomen (artikel 8b Wet op de Vpb). In Duitsland wordt gesproken over mogelijke ‘*verdeckte Gewinnausschüttungen*’ (§ 4 KstG) en bij buitenlandse dochters worden de verrekenprijzen vergeleken met die van een onafhankelijke derde (‘*Fremdvergleichsgrundsatz*’; § 1 Außensteuergesetz). In het VK is het zakelijkheidsbeginsel een voorwaarde om de ‘*basic precondition*’ te kunnen bepalen waarbij voor nadere interpretatie wordt verwezen naar de OECD (s. 147 en s. 164 Taxation (International and Other Provisions) Act 2010). In de VS is het vereiste opgenomen in § 1.482-1 (b) (1) IRC waarin het principe nodig is om het ‘*true taxable income*’ te kunnen bepalen.

Het zakelijkheidsbeginsel staat aan de basis van de onderzoeken van de Europese Commissie naar oneigenlijke belastingconstructies van internationale concerns.⁵⁴⁶ Als een lidstaat belasting heft op economische activiteiten dan volgt uit een dergelijk stelsel dat transacties tussen concernonderdelen moeten voldoen aan het zakelijkheidsbeginsel.⁵⁴⁷ Het selectieve fiscale voordeel kan volgen uit een

⁵⁴⁶ De Europese Commissie heeft onderzoeken verricht naar onder andere de fiscale constructies van Starbucks (Nederland), Amazon (Luxemburg), McDonalds (Luxemburg), Fiat (Luxemburg) en Apple (Ierland). Zie Gerecht van Eerste Aanleg van 24 september 2019, gevoegd zaken T – 760/15 en T – 636/15 (Starbucks), Gerecht van Eerste Aanleg van 24 september 2019, gevoegd zaken T – 755/15 en T – 759/15 (Fiat) en Gerecht van Eerste Aanleg van 14 juli 2021, zaak T – 648/19 (Nike).

⁵⁴⁷ Zie Gerecht van Eerste Aanleg van 24 september 2019, gevoegd zaken T – 760/15 en T – 636/15 (Starbucks) en Gerecht van Eerste Aanleg van 24 september 2019, gevoegd zaken T – 755/15 en T – 759/15 (Fiat).

aparte regelingen voor internationale coördinatiecentra,⁵⁴⁸ oneigenlijke betalingen van royalty's,⁵⁴⁹ het vaststellen van een forfaitair bedrag om belasting te betalen of een onjuiste berekening van de risicopremie bij interne financiering.⁵⁵⁰ Het voordeel kan tevens ontstaan doordat de fiscus geen onderzoek heeft gedaan naar het zakelijkheidsbeginsel,⁵⁵¹ als een lidstaat een hele ruime interpretatie van het beginsel hanteert,⁵⁵² als de fiscus op basis van onderhandelingen in plaats van berekeningen afspraken maakt over het betalen van belasting⁵⁵³ of als de fiscus een

⁵⁴⁸ Dit is de Belgische regeling die aan de orde kwam in HvJ van 22 juni 2006, gevoegde zaken C-182/03 en C-217/03 (België en Forum 187 VZW). Aanvankelijk oordeelde de Europese Commissie dat geen sprake was van staatssteun. Naar aanleiding van bespreking in de Raad over oneigenlijke belastingconcurrentie heeft de Europese Commissie het onderzoek opnieuw uitgevoerd. De Raad heeft zelfs een verzoek van België afgewezen om de regeling alsnog goed te keuren. Zie de conclusie van de Adv. Gen. Léger van 9 februari 2006, gevoegde zaken C-182/03 en C-217/03 (België en Forum 187 VZW).

⁵⁴⁹ Zie beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38374 (Starbucks) en de beschikking van de Europese Commissie van 21 oktober 2015, zaak SA.38374, C(2015), 7143 def.(Starbucks). De betalingen van de royalty's voldeden niet aan het zakelijkheidsbeginsel en waren steeds even groot als de belastbare winst. De betaling van de royalty's was in de jaarrekening van Starbucks opgenomen bij de post 'overige kosten' waarbij in de voetnoot van de jaarrekening is uitgelegd dat het om betaling van royalty's ging (zie no. 58 van de beschikking). Zie ook Gerecht van Eerste Aanleg van 24 september 2019, gevoegd zaken T – 760/15 en T – 636/15 waar het Gerecht alle argumenten van de Europese Commissie heeft verworpen.

⁵⁵⁰ Zie voetnoot 26 van de beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38375 (Fiat Finance and Trade) en de beschikking van de Europese Commissie van 21 oktober 2015, zaak SA.38375, C(2015), 7152 def. (Fiat Finance and Trade). Zie Gerecht van Eerste Aanleg van 24 september 2019, gevoegd zaken T – 755/15 en T – 759/15 (Fiat).

⁵⁵¹ Zie punt 63 van de beschikking van de Europese Commissie van 7 oktober 2014, zaak SA.38944 (Amazon). De Europese Commissie wijst erop dat het onderzoek van de fiscus slechts elf dagen duurde.

⁵⁵² Zie de beschikking van de Europese Commissie van 3 februari 2015, zaak SA.37667 (Belgische overwinstregeling) waarin de Europese Commissie spreekt over de 'Belgische uitlegging van het arm's length-beginsel'.

⁵⁵³ Zie de beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38373 (Apple).

verkeerde interpretatie hanteert van een vaste inrichting uit een verdrag ter voorkoming van dubbele belasting.⁵⁵⁴

Het zakelijkheidsbeginsel leidt ertoe dat de rechtsverhoudingen tussen de concernonderdelen een bepaalde objectieve waarde reflecteren. Dit onderwerp komt terug in het volgende hoofdstuk. Daar ga ik in op de rechtseconomische afwegingen van concernvorming. Het zakelijkheidsbeginsel kan een voorwaarde zijn om de belangen van een leverancier te beschermen. De beschrijving hierboven geeft inzicht in de achtergrond van dit beginsel.

⁵⁵⁴ Zie de beschikking van de Europese Commissie van 3 december 2015, zaak SA.38945 C(2015) 8343 def. (McDonalds).

8 Rechtseconomisch perspectief: functies van rechtspersonen

8.1 Beschrijving van de functies van rechtspersonen

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

Voor het concern dat in mijn onderzoek model staat ga ik uit van een moeder die de concernonderdelen als afzonderlijke rechtspersonen heeft opgezet, meer in het bijzonder als kapitaalvennootschappen (BV, Ltd of GmbH). Gemakshalve gebruik ik in dit hoofdstuk de algemene term rechtspersoon in plaats van kapitaalvennootschap. In deze paragraaf geef ik inzicht in de rechtseconomische motieven van een moeder om een concernonderdeel als rechtspersoon op te zetten. Een dergelijke keuze betekent dat de moeder bepaalde activa in dit concernonderdeel onderbrengt. Een schuldeiser, zoals een leverancier, die zich contractueel aan het concernonderdeel verbindt kan zich bij niet nakoming of faillissement van het concernonderdeel alleen verhalen op de activa die de moeder in dit concernonderdeel heeft ondergebracht. De bank die concernfinanciering beschikbaar stelt is niet geraakt door de keuze van de moeder om rechtspersonen op te richten indien de bank elk concernonderdeel hoofdelijk heeft verbonden voor nakoming van de afspraken met de bank. De bank kan daarmee verhaal halen bij alle concernonderdelen. Met haar keuze om activa in een rechtspersoon binnen het concern onder te brengen beperkt de moeder in dit geval met name de verhaalspositie van een leverancier. De vraag is in welke mate hiervoor voldoende rechtseconomische gronden voor de moeder zijn. Is de leverancier beter af als de moeder de economische eenheid niet opdeelt in verschillende rechtspersonen? De leverancier kan zich dan, net als de bank in het bovenstaande voorbeeld, immers verhalen op alle activa binnen de economische eenheid als onderneming. Deze vraag beantwoord ik in dit hoofdstuk vanuit een rechtseconomisch perspectief. De

vraag is of een economische eenheid zonder concernonderdelen tot lagere transactiekosten voor met name de leveranciers leidt dan bij concernvorming. Oftewel, in hoeverre is concernvorming efficiënt? Daarbij ga ik tevens na hoe zich dit verhoudt tot de positie van de bank die met concerngaranties een eenheid van het concern kan maken.

Voor mijn analyse van een rechtspersoon binnen een concern maak ik vooral gebruik van de theorievorming van onder andere Kraakman e.a.⁵⁵⁵ Zij hebben een eenduidig en functioneel kader ontwikkeld waarmee zij het rechtspersonenrecht van verschillende landen met elkaar kunnen vergelijken. Volgens Kraakman e.a. bestaat het rechtspersonenrecht, en daarmee een rechtspersoon, in elk land uit vaste kenmerken. In hun analyse is een rechtspersoon: i) een zelfstandige juridische entiteit is die in het economische verkeer kan deelnemen ii) waarbij een bepaalde mate van risicoafbakening mogelijk is (*'limited liability'*), iii) die als kapitaalvennootschap overdraagbare aandelen kan uitgeven, iv) waarbij een aandeelhouder residuele inkomens- en stemrechten krijgt (*'investor ownership'*) en v) die een centraal management heeft. In dit hoofdstuk ga ik vooral in op het tweede kenmerk. De andere kenmerken vallen buiten de reikwijdte van dit onderzoek of heb ik al eerder behandeld. De juridische zelfstandigheid van een rechtspersoon staat gelijk aan een rechtspersoon die als *'nexus of contracts'* contracten aan kan gaan of eigendomsrechten kan hebben. Ik verwijs naar hoofdstuk 3. De overdraagbaarheid van aandelen betekent dat de moeder een concernonderdeel als afgebakende bundel van activa kan verkopen. Het is niet nodig om alle contracten of eigendomsrechten van het concernonderdeel afzonderlijk over te dragen.⁵⁵⁶ Dit bespaart transactiekosten. Dit staat buiten de

⁵⁵⁵ Kraakman e.a. 2017, p. 5. Zie verder ook Bainbridge en Henderson 2016, Jonkers 2017 en Hansmann en Squire 2017.

⁵⁵⁶ Hansmann en Ayotte 2012 en Hansmann en Kraakman 2000 – b, p. 34 – 35. Zie ook Boot 2013, p. 4 die wijst op de grote invloed van aandelentransacties op bestuurders. Hij geeft aan dat de

vraagstelling van mijn onderzoek en hier ga ik verder niet op in. De inkomens- en stemrechten die aan aandelen zijn gekoppeld heb ik beschreven in mijn analyse van de onderneming als geheel van rechten (zie hoofdstuk 2). Het kenmerk van het centrale management gaat over de rol van het bestuur die verantwoordelijk is voor het beheer van de afgebakende bundel van activa. Hier ben ik in hoofdstuk 6 op ingegaan. Hieronder ga ik in meer detail in op de afbakening van activa als kenmerk van een rechtspersoon. In de volgende paragraaf bespreek ik de wenselijkheid van afbakening van activa in verschillende rechtspersonen die in concern opereren.

8.2 Afbakening van activa (*'asset partitioning'*)

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of *'non – adjusting'* schuldeisers?

8.2.1 Positie van de aandeelhouders

8.2.1.1 Verdeling van risico's tussen schuldeisers en aandeelhouders

De afbakening van activa in een rechtspersoon betekent dat een schuldeiser zich in beginsel slechts op de activa kan verhalen zoals die in de rechtspersoon zijn ondergebracht. Voor een aandeelhouder brengt beperkte aansprakelijkheid mee dat het risico van de aandeelhouder in beginsel niet hoger is dan de eigen inbreng van de aandeelhouder. Afbakening van activa in een rechtspersoon betekent dat een schuldeiser zich niet kan verhalen op de activa van de aandeelhouder zelf. De

aandelenkoers soms te veel de bedrijfsstrategie van een onderneming bepaalt. De aandelenkoers moet geen doel op zich zijn.

verhaalsmogelijkheden van een schuldeiser zijn bij beperkte aansprakelijkheid kleiner dan in een situatie zonder beperkte aansprakelijkheid. Aandeelhouders lopen met beperkte aansprakelijkheid daarentegen minder risico, omdat hun eigen activa zijn afgeschermd voor verhaal van de schuldeisers van de rechtspersoon. Het risico voor aandeelhouders is bij beperkte aansprakelijkheid dus lager dan zonder beperkte aansprakelijkheid. Afbakening van activa of beperkte aansprakelijkheid brengt daarmee een bepaalde risico- of kostenverdeling tussen schuldeisers en aandeelhouders met zich mee.⁵⁵⁷ In deze paragraaf behandel ik eerst de positie van de aandeelhouders en in de volgende paragraaf ga ik in op de positie van de schuldeisers.

De afbakening van activa ten gunste van de aandeelhouder heet ook wel ‘*asset partitioning*’⁵⁵⁸ of ‘*shielding*’.⁵⁵⁹ De activa van de aandeelhouder zijn afgeschermd tegen de vorderingsrechten van de schuldeisers van een rechtspersoon. De afbakening van activa is een vorm van ‘*defensive asset partitioning*’ of ‘*investor shielding*’.⁵⁶⁰ Over die risicoafbakening bestaat een doorgaande discussie over de nut en noodzaak.⁵⁶¹ De voorstanders benadrukken dat beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders leidt tot hogere investeringen door aandeelhouders, terwijl de tegenstanders beargumenteren dat aandeelhouders onnodig risico’s op

⁵⁵⁷ Zie ook Bainbridge 2002, p. 130 – 138, Gevurtz 2010, p. 27 – 34, Bainbridge en Henderson 2016, Jonkers 2017 Hansmann en Squire 2017 of Petrin en Choudhury 2018.

⁵⁵⁸ Hansmann en Kraakman 2000-b en Hansmann, Kraakman en Squire 2005. In haar hoedanigheid als bestuur van een concernonderdeel wil de moeder zich eveneens afschermen en haar aansprakelijkheid beperken. Rauterberg 2015 beschrijft dit als een vorm van ‘*agency shielding*’.

⁵⁵⁹ Hansmann en Kraakman 2000-b. De afbakening kan zich in verschillende gradaties voordoen. Bij ‘*weak shielding*’, zoals bij een partnerschap of een vof hebben de schuldeisers een voorrangpositie op de afgebakende activa en kunnen zich daarna alsnog verhalen op de privé-activa. Bij een BV of NV hebben schuldeisers alleen verhaalsmogelijkheden op de activa in de rechtspersoon en kunnen de schuldeisers van de aandeelhouders geen faillissement afdwingen (‘*strong shielding*’).

⁵⁶⁰ Hansmann en Kraakman 2000-b en Kraakman e.a. 2017, p. 5.

⁵⁶¹ Zie bijvoorbeeld Iacobucci en Triantis 2007, Squire 2008, Squire 2011, Cheng 2011, Bainbridge en Henderson 2016 of Petrin en Choudhury 2018.

schuldeisers afschuiven.⁵⁶² De discussie komt neer op de vraag of de nadelen voor de schuldeisers opwegen tegen de voordelen van de aandeelhouders. Een antwoord op deze vraag begint weer bij een andere vraag: waarom accepteren schuldeisers überhaupt een risicoafbakening ten gunste van aandeelhouders?⁵⁶³ Een schuldeiser is hiertoe alleen bereid als deze een hogere risicopremie bij de rechtspersoon in rekening kan brengen. De aandeelhouders moeten deze risicopremie uiteindelijk betalen, omdat de risicopremie ten koste van hun residuele inkomensrechten gaat. Als de additionele risicopremie van een schuldeiser net zo hoog is als het verlies aan residuele inkomensrechten van aandeelhouders dan leidt een beperkte aansprakelijkheid slechts tot een verschuiving van het risico en transactiekosten van schuldeisers naar aandeelhouders. In dat geval heeft een wetgever geen enkele reden om een beperkte aansprakelijkheid via wetgeving mogelijk te maken. Het voordeel van de ene partij is net zo groot als een nadeel voor een andere partij. Het uitgangspunt daarbij is dat de belangen van schuldeisers en aandeelhouders symmetrisch zijn. Als de belangen van de partijen asymmetrisch zijn dan kan het voordeel voor de ene partij hoger zijn dan het nadeel van de andere partij. Een beperkte aansprakelijkheid kan dan efficiënt zijn in termen van Kaldor – Hicks.⁵⁶⁴ In hoofdstuk 2 heb ik dit beschreven als het verbeteren van de positie van één partij waarbij het voordeel groter is dan het nadeel van een andere partij. Hieronder ga ik na wat de afweging van kosten en baten voor de aandeelhouder is.

⁵⁶² Zie bijvoorbeeld Gevurtz 2010, p. 27 – 34, Bainbridge en Henderson 2016, Hansmann en Squire 2017, Jonkers 2017 of Petrin en Choudhury 2018.

⁵⁶³ Zie bijvoorbeeld Bainbridge 2002, p. 131, Jonkers 2017 of Hansmann en Squire 2017.

⁵⁶⁴ Posner 1975, Bainbridge 2002, Gevurtz 2010, Bainbridge en Henderson 2016, Jonkers 2017, Hansmann en Squire 2017 of Petrin en Choudhury 2018.

8.2.1.2 Verbetering van de positie van de aandeelhouder

Voor elke aandeelhouder betekent beperkte aansprakelijkheid een verlaging van haar monitoringskosten.⁵⁶⁵ Zonder beperkte aansprakelijkheid heeft elke aandeelhouder een groot belang om het bestuur van een rechtspersoon te controleren. De aandeelhouder wil uiteraard dat het bestuur een zo hoog mogelijk rendement realiseert. Zonder beperkte aansprakelijkheid loopt de aandeelhouder het risico dat het bestuur onnodig veel schulden aangaat waarbij elke schuldeiser zich vervolgens kan verhalen op de activa van de aandeelhouder. Om te voorkomen dat het bestuur te veel schulden aangaat moet de aandeelhouder het bestuur actief monitoren waarbij de aandeelhouder mogelijk expliciet met het bestuur af moet spreken dat het bestuur alleen na goedkeuring van de aandeelhouder bepaalde contracten aan kan gaan. Zonder beperkte aansprakelijkheid kan een aandeelhouder het zich niet veroorloven om het management aan een andere partij over te laten. De aandeelhouder kan beter zelf het bestuur vormen zodat de aandeelhouder er zeker van is dat geen onnodige contracten worden aangegaan. Het risico voor elke aandeelhouder is te groot. Vooral bij grote ondernemingen met veel aandeelhouders kan dit leiden tot een onwerkbaar vorm van monitoring en daarmee kunnen grote ondernemingen eigenlijk niet tot ontwikkeling komen. Dit argument geldt bijvoorbeeld voor de moeder die aandelen uitgeeft aan een groot aantal onbekende aandeelhouders. Elke aandeelhouder zou het handelen van het bestuur van de moeder nauwgezet moeten volgen en controleren. Daar komt bij dat een aandeelhouder kosten moeten maken om het handelen tussen aandeelhouders te coördineren. De aandeelhouder moet de kredietwaardigheid van elke andere aandeelhouder kennen om haar eigen relatieve

⁵⁶⁵ Zie Hansmann en Kraakman 2000 – b, p. 29 – 32 en Hansmann, Kraakman en Squire 2005, p. 1343 – 1350. Zie ook Bainbridge 2002, p. 130 – 138 die aangeeft dat de monitoringskosten van aandeelhouders bij beperkte aansprakelijkheid beduidend lager zullen zijn. Zie ook Jonkers 2017, Bainbridge en Henderson 2016, Hansmann en Squire 2017 en Petrin en Choudhury 2018.

positie in te schatten. Zonder beperkte aansprakelijkheid zal een schuldeiser zich immers richten tot de aandeelhouder met de grootste draagkracht. Een aandeelhouder moet dus weten wat haar relatieve positie is. Als een schuldeiser een bepaalde aandeelhouder dan aanspreekt moet deze aandeelhouder vervolgens transactiekosten maken om de betaling bij de andere aandeelhouders terug te vorderen.

Een beperkte aansprakelijkheid leidt tot verlaging van de bovenstaande transactiekosten voor aandeelhouders. Doordat aandeelhouders een minder groot risico lopen kunnen aandeelhouders het management van een rechtspersoon delegeren aan een bestuur. De aandeelhouder kan meer afstand bewaren en hoeft zich niet bezig te houden met het bestuur van de dagelijkse gang van zaken. Een aandeelhouder kan kiezen om een deskundige partij zoals het bestuur in de zetten om de activa binnen een rechtspersoon te beheren. Een ander gevolg van de beperkte aansprakelijkheid is dat schuldeisers een monitoringstaak van aandeelhouders overnemen. Beperkte aansprakelijkheid betekent voor schuldeisers immers dat zij een hoger risico lopen. De monitoringskosten verplaatsen daarmee deels naar de schuldeisers. De monitoringskosten die schuldeisers maken kunnen echter per saldo lager zijn als schuldeisers professionele partijen zijn die gespecialiseerd zijn in het monitoren van risico's, zoals banken.⁵⁶⁶ De risicopremie van een bank is bijvoorbeeld lager dan de risicopremie van de gezamenlijke aandeelhouders.⁵⁶⁷ Een lager risico voor aandeelhouders betekent verder dat aandeelhouders investeringen kunnen diversifiëren en hun geld in verschillende rechtspersonen kunnen investeren. Uiteindelijk betekent dit dat meer kapitaal op de kapitaalmarkt beschikbaar is. Van oudsher was de beperkte aansprakelijkheid in de wetgeving geïntroduceerd om

⁵⁶⁶ Zie ook Posner 1975, p. 509, Bainbridge en Henderson 2016 of Hansmann en Squire 2017.

⁵⁶⁷ Bainbridge 2002, p. 130 – 138.

lange termijn kapitaal aan te trekken⁵⁶⁸ en aandeelhouders over te halen om kleine bedragen te investeren.⁵⁶⁹

8.2.2 Positie van de schuldeisers

De afbakening van activa in een afzonderlijke rechtspersoon, die in beginsel alleen zelf aansprakelijk is voor haar schulden, kan verder nodig zijn om specifieke schuldeisers aan een concernonderdeel als bundel van afgebakende activa te binden. Hieronder leg ik uit dat een dergelijke afbakening van activa vanuit een rechtseconomisch perspectief per saldo leidt tot lagere transactiekosten. Het gaat vanuit het perspectief van een schuldeiser dan om een vorm van ‘*entity shielding*’.⁵⁷⁰ Doordat een specifieke bundel van activa in een concernonderdeel als rechtspersoon is ondergebracht heeft de schuldeiser die zich aan dit concernonderdeel verbindt niets meer te maken met de andere concernonderdelen in een concern. Hansmann en Kraakman⁵⁷¹ beargumenteren dat de kosten van krediet als gevolg van deze ‘*entity shielding*’ lager uitvallen in vergelijking met een situatie dat afbakening van activa niet mogelijk is. Sommige schuldeisers willen alleen verbonden zijn aan een bepaald concernonderdeel, omdat zij bijvoorbeeld alleen het economisch handelen en de marktpositie van dit concernonderdeel kennen. Een schuldeiser is minder goed in staat de risico’s van het concern als economische eenheid in te schatten. Zonder afbakening van activa moet een schuldeiser zich aan de hele economische eenheid van het concern verbinden. Als voorbeeld noemen Hansmann en Kraakman⁵⁷² een onderneming

⁵⁶⁸ Hansmann en Kraakman 2000-b en Kraakman e.a. 2017, p. 5 – 8.

⁵⁶⁹ Posner 1975, p. 502.

⁵⁷⁰ Hansmann en Kraakman 2000 – b, p. 3 – 5 en Kraakman e.a. 2017. Zie ook Bainbridge en Henderson 2016.

⁵⁷¹ Hansmann en Kraakman 2000 – b, p. 3 – 5. Zie ook Zie ook Bainbridge en Henderson 2016 of Hansmann en Squire 2017.

⁵⁷² Hansmann en Kraakman 2000 – b.

die in twee sectoren actief is, te weten het exploiteren van hotels en het winnen van olie. Stel dat het bestuur beide bedrijfsonderdelen in afzonderlijke rechtspersonen onderbrengt. Op deze manier kan het bestuur makkelijk schuldeisers aan zich binden voor het leveren van gebruikersrechten voor bijvoorbeeld het hotel-onderdeel. Schuldeisers die in de markt van hotels actief zijn kunnen relatief eenvoudig de risico's van een dergelijk concernonderdeel inschatten. Deze schuldeisers hebben waarschijnlijk onvoldoende kennis van de risico's in de markt voor olie en kunnen voor deze activiteiten geen risicopremie inschatten waarbij de neiging van deze schuldeisers zal zijn om de risico's van de oliemarkt te hoog in te schatten.⁵⁷³ Het opdelen van een economische eenheid in verschillende concernonderdelen leidt tot lagere monitoringskosten voor schuldeisers.

Een ander voordeel van '*entity shielding*' ten gunste van schuldeisers is dat zij bij niet-nakoming niet elke aandeelhouder hoeven aan te spreken. Zonder afzonderlijke rechtspersoonlijkheid zou een schuldeiser tevens moeten achterhalen wat de kredietwaardigheid van elke aandeelhouder is⁵⁷⁴ en vast moeten stellen welke aandeelhouder het meeste vermogen heeft. Verder hoeven schuldeisers door de afbakening van activa geen rekening te houden met het risico op faillissement van aandeelhouders. Zonder afbakening van activa zou een curator van een aandeelhouder zich eveneens kunnen verhalen op de activa in de rechtspersoon waar de aandeelhouder een aandeel in heeft. De '*entity shielding*' leidt tot een vorm van '*liquidation protection*' voor schuldeisers. Dit betekent dat afbakening van activa een bescherming van de '*going concern value*' van een concernonderdeel biedt.⁵⁷⁵ Het faillissement van de moeder of de aandeelhouders van de moeder hoeft geen directe gevolgen te hebben voor het concernonderdeel waar een

⁵⁷³ Hansmann en Kraakman 2002 beschrijven de rechtspersoonlijkheid als één van de bestaande '*property rights*'. Hansmann en Kraakman 2000 – b, p. 10 – 15 beschrijven de afbakening als '*bonding assets*' voor de schuldeisers en daarmee als een vorm van een zekerheid.

⁵⁷⁴ Bainbridge 2002, Gevurtz 2010 en Bainbridge en Henderson 2016.

⁵⁷⁵ Hansmann, Kraakman en Squire 2005 en Bainbridge en Henderson 2016.

schuldeiser zich aan heeft verbonden, tenzij de moeder als gevolg daarvan geen financiering meer aan het concernonderdeel beschikbaar stelt en het concernonderdeel geen andere mogelijkheden meer heeft financiering aan te trekken. Als de moeder failliet gaat dan neemt een curator de taken van het bestuur van de moeder over. Daarmee krijgt de curator tevens de zeggenschap over alle andere concernonderdelen. Als bestuur van een concernonderdeel heeft de curator echter niet de mogelijkheid om een concernonderdeel failliet te verklaren zonder dat daar een reden voor is. Zolang een concernonderdeel voldoende kasstromen genereert om alle schulden te voldoen kan de curator geen faillissement aanvragen. De curator kan uiteraard wel beschikken over alle residuele inkomensrechten die een concernonderdeel genereert en kan daarmee de vorderingen van de schuldeisers van een ander concernonderdeel betalen.

8.3 *Monitoringstheorie bij concernvorming*

8.3.1 Lage monitoringskosten door de moeder

De bovengenoemde argumenten vanuit de monitoringstheorie voor beperkte aansprakelijkheid (*'asset partitioning'*) zoals ik die hierboven heb geschetst gaan in concernverband niet per se op.⁵⁷⁶ Zoals aangegeven is de beperkte aansprakelijkheid voor de aandeelhouders kort gezegd nodig zodat een rechtspersoon bij een zo groot mogelijke groep aandeelhouders kapitaal op kan halen. Met de beperkte aansprakelijkheid hoeven al die aandeelhouders elkaar niet te monitoren en kunnen de aandeelhouders de dagelijkse leiding van de rechtspersoon delegeren aan het bestuur van een rechtspersoon. Binnen een concern zoals ik dat in mijn onderzoek voor ogen heb is de moeder 100% aandeelhouder van elk concernonderdeel en vormt bovendien zelf het bestuur van

⁵⁷⁶ Zie de discussie hierover in bijvoorbeeld Widen 2007, Gevurtz 2010, Cheng 2014, Bainbridge en Henderson 2016, Hansmann en Squire 2017, Jonkers 2017 en Petrin en Choudhury 2018 (over de verantwoordelijkheid van een moeder bij onrechtmatige handelingen).

elk concernonderdeel. Een concernonderdeel hoeft, in de opzet zoals die in mijn onderzoek centraal staat, zelf geen kapitaal op de kapitaalmarkt aan te trekken. Daar zorgt de moeder voor. De genoemde argumenten voor beperkte aansprakelijkheid gelden alleen voor de financiering vanuit de aandeelhouders van de moeder. Ik ga ervan uit dat de moeder een veelheid aan verschillende grote of kleine aandeelhouders heeft waarbij het niet efficiënt is dat elke aandeelhouder aansprakelijk zou zijn voor het handelen van de moeder. Voor de moeder als aandeelhouder en bestuurder van de concernonderdelen ligt dit anders. De moeder is het beste in staat het handelen van elk concernonderdeel te monitoren.⁵⁷⁷ De moeder beschikt over alle informatie, is degene die het beleid uitzet en heeft de uiteindelijke zeggenschap binnen het concern. De moeder kan tegen de laagste monitoringskosten de risico's binnen een concern inschatten en beheersen. De monitoringskosten van de moeder zijn bijvoorbeeld lager dan de monitoringskosten die een bank zou moeten maken om het hele concern te monitoren.⁵⁷⁸ Volgens Cheng⁵⁷⁹ is dit een logisch gevolg van de '*efficient bargain*' theorie met als kernvraag wie tegen de laagste monitoringskosten risico's kan beheersen. Als dit de moeder is dan moet deze volgens de theorie degene zijn die de risico's moet dragen, omdat deze de risico's het beste kan beheersen. De vervolgvraag is of dit een voldoende argument is de wettelijke aansprakelijkheid van de concernonderdelen af te schaffen of voor een aparte wettelijke regeling voor beperkte aansprakelijkheid van de moeder (zoals in Duitsland).⁵⁸⁰ Om hier een antwoord op te kunnen geven moet ik eerst ingaan op een ander argument uit de

⁵⁷⁷ Iacobucci en Triantis 2007 geven wel aan dat in een concern fricties kunnen bestaan. Zie ook Cheng 2014, Petrin en Choudhury 2018.

⁵⁷⁸ Zie ook Cheng 2014. Om de monitoringskosten voor een bank te verlagen zal een bank een concerngarantie verlangen zodat deze elk concernonderdeel kan aanspreken. In hoofdstuk 13 kom ik hier op terug.

⁵⁷⁹ Zie ook Cheng 2014 die onderzoekt welke partij de relatief sterkste onderhandelingspositie heeft.

⁵⁸⁰ Hoewel Cheng 2014 erkent dat het zondermeer afschaffen van de beperkte aansprakelijkheid in concernverband niet haalbaar zal zijn.

monitoringstheorie. In de vorige paragraaf heb ik immers aangegeven dat de afbakening van activa (*'entity shielding'*) ook voor schuldeisers voordelen kan hebben. Hieronder bespreek ik in hoeverre dit argument opgaat binnen een concern. Vervolgens ga ik in op verschillende vormen van bewuste benadeling van schuldeisers door de moeder en in welke mate een wettelijke verankering nodig is voor aansprakelijkheid van de moeder.

8.3.2 Monitoring door schuldeisers

In de vorige paragraaf heb ik aangegeven dat de beperkte aansprakelijkheid voor schuldeisers tot lagere monitoringskosten leidt, omdat een schuldeiser alleen de rechtspersoon hoeft te monitoren die in hun eigen markt actief is. Op deze manier kan een onderneming met meerdere rechtspersonen in verschillende markten opereren. Voor elke markt kan die onderneming specifieke leveranciers of financiers aantrekken door oprichting van verschillende rechtspersonen.⁵⁸¹ Ook kan de afbakening van activa nodig zijn om gespecificeerde activa te financieren bijvoorbeeld door de activa onder te brengen in een *'Special Purpose Vehicle'* (SPV).⁵⁸² Deze argumenten vanuit het perspectief van de schuldeisers uit de monitoringstheorie gelden net zo goed in concernverband. Een moeder kan ervoor kiezen met verschillende concernonderdelen bepaalde markten te betreden. Eerder noemde ik al het voorbeeld van een onderneming die investeert in het exploiteren van hotels en de winning van olie. De leveranciers of financiers die zich verbinden aan de hotelactiviteiten willen niet de olie-activiteiten monitoren.

⁵⁸¹ Hansmann en Kraakman 2000 – b.

⁵⁸² Zie ook Iacobucci en Triantis 2007 voor een verklaring van de rechtspersoonlijkheid vanuit de financieringsliteratuur. Zij geven aan dat een rechtspersoon nodig kan zijn om een optimale financieringsstructuur voor een specifieke afgebakende set aan activa op te zetten. Zij halen dit aan als de *'general capital-structure theory'*. Ayotte 2016 merkt nog op dat de bestaande literatuur moeite heeft om concernvorming te verklaren. Boot 2013, p. 5 geeft nog aan dat door het opknippen van een onderneming in rechtspersonen de ziel van een onderneming verloren kan gaan.

Dit argument geldt net zo goed als een moeder de hotelactiviteiten in een aparte subgroep binnen het concern onderbrengt. Een concern kan bestaan uit de subgroep hotelvoering en oliewinning. Elke subgroep kan weer uit verschillende concernonderdelen bestaan die binnen dezelfde relevante markt actief zijn en economisch afhankelijk van elkaar kunnen zijn (zie ook hoofdstuk 3). Een aantal concernonderdelen binnen de Vattenfall of Eneco-groep houdt zich bijvoorbeeld bezig met de levering van elektriciteit of gas en een aantal andere concernonderdelen met de levering van warmte. Beide onderdelen zitten in een aparte subgroep binnen het concern. Ook een financiële onderneming kan bestaan uit de subgroep waarin bankactiviteiten plaatsvinden en een subgroep waar de verzekeringstak in zit.⁵⁸³ Hier ontstaan dus subgroepen die elk in een eigen relevante markt opereert, zoals de levering van elektriciteit respectievelijk warmte of bank- respectievelijk verzekeringsactiviteiten. Uit de monitoringstheorie volgt dat de schuldeisers alleen de concernonderdelen van elke subgroep zouden moeten monitoren en hun risicopremie op het handelen van deze subgroep moeten baseren.

8.3.3 Monitoring door een toezichthouder in een gereguleerde omgeving

Vanuit bepaalde sectorwetgeving kunnen eveneens eisen gelden voor het opdelen van een concern in verschillende rechtspersonen en subgroepen. Hierboven haalde ik al voorbeelden aan van een onderneming in de energie-respectievelijk de financiële sector. In deze sectoren gelden mede de bepalingen van de (Europese) sectorwetgeving. Zo is een financiële onderneming, zoals een bank, gehouden aan de bepalingen uit de Wet financieel toezicht (hierna: Wft) en Europese regels. Een beheerder van een elektriciteitsnet is gebonden aan de wettelijke taken en verplichtingen zoals die zijn omschreven in de Elektriciteitswet en Europese regels. In deze sectorwetgeving kunnen voorwaarden staan over de

⁵⁸³ Zie bijvoorbeeld Oppolzer 2019 die spreekt van een ‘*universal banking model*’ waarbij een onderneming alle vormen van financiële dienstverlening aan kan bieden.

wijze waarop de betreffende ondernemingen hun concern moeten vormgeven. Deze structureisen in de organisatie kunnen nodig zijn maatschappelijke risico's te beperken als deze ondernemingen in financiële moeilijkheden komen te verkeren. Als een grote bank bijvoorbeeld in de financiële problemen komt dan kan dat als gevolg hebben dat andere ondernemingen niet meer goed gefinancierd kunnen worden. De structureisen in een concern kunnen nodig zijn zodat de relevante toezichthouders de betreffende ondernemingen op een goede manier kunnen monitoren. Het gaat bijvoorbeeld over de monitoring van de AFM, DNB (toezicht Wft) of ACM (toezicht elektriciteitswet). Een les uit de financiële crisis in 2008 was bijvoorbeeld dat sommige financiële ondernemingen of concerns te groot waren geworden en er daarom risico's voor het financiële systeem konden ontstaan. Zij waren *'too big to fail'*. De uitdaging is daarom geweest om de complexiteit van grote concerns te verminderen zodat bijvoorbeeld een toezichthouder grip kon krijgen op de activiteiten die maatschappelijk relevant waren.⁵⁸⁴

De structureisen voor concernvorming kunnen op verschillende manieren zijn uitgewerkt. Zo kunnen er eisen zijn gesteld zodat activiteiten binnen een concern voldoende van elkaar zijn gescheiden (*'ring fencing'*). Als voorwaarde kan bijvoorbeeld gelden dat de verschillende subgroepen binnen een concern onafhankelijk van elkaar moeten opereren. Zo is Europese energieregelgeving uitgewerkt dat een beheerder van een elektriciteitsnet qua rechtsvorm, organisatie en besluitvorming onafhankelijk moet opereren van andere onderdelen binnen het concern die niets met het beheer van een elektriciteitsnet te maken hebben. Dat betekent onder andere dat een netbeheerder volledig onafhankelijk beslissing moet kunnen nemen en hiervoor voldoende financiële middelen beschikbaar moet

⁵⁸⁴ Zie bijvoorbeeld Boot 2012 over de lessen uit de financiële crisis of Van Asperen en Koster 2020 over de gevolgen van energieleveranciers die in de financiële problemen komen. Zie ook UNCITRAL 2012.

hebben.⁵⁸⁵ In een dergelijke opzet kan een concern dus nog wel steeds bestaan uit verschillende subgroepen, maar is het handelen binnen de groep of bepaalde subgroepen onderworpen aan randvoorwaarden.⁵⁸⁶

Voor een financiële onderneming kan een vorm van ‘*ring fencing*’ als eis gelden om bijvoorbeeld de activiteiten van een bank te scheiden van andere activiteiten zoals die van een investeringsbank.⁵⁸⁷ Het doel van ‘*ring fencing*’ is om te voorkomen dat financiële problemen van de ene subgroep ertoe leiden de andere subgroep ook in financiële problemen komt. Verder kan ‘*ring fencing*’ nodig zijn zodat een toezichthouder op een ordentelijke manier voorstellen voor herstructurering kan laten implementeren.⁵⁸⁸ Om de complexiteit binnen een groep te verminderen kan het nodig zijn aanvullende maatregelen te nemen zoals het stellen van bepaalde kapitaaleisen voor onderdelen van een groep of door als eis te stellen dat intragroeptransacties moeten voldoen aan het zakelijkheidsbeginsel.⁵⁸⁹ Op dit laatste kom ik terug in hoofdstuk 13 bij mijn bespreking van financieringstransacties binnen een concern. Een verdergaande vorm is een volledige scheiding waarbij bepaalde activiteiten buiten de groep moeten worden geplaatst.⁵⁹⁰

Als financiële ondernemingen zoals banken in meerdere landen opereren en dus als internationaal concern functioneren is de vraag welke toezichthouders uit

⁵⁸⁵ Zie artikel 35 van de Richtlijn (EU) 2019/944 van 5 juni 2019 betreffende gemeenschappelijke regels voor de interne markt voor elektriciteit.

⁵⁸⁶ Oppolzer 2019 geeft aan dat hiermee een balans kan worden gevonden in het behoud van een ‘*universal banking model*’ waarbij een onderneming alle vormen van financiële dienstverlening kan bieden en structureisen in de vorm van ‘*ring fencing*’ stellen.

⁵⁸⁷ Zie bijvoorbeeld Acharya 2011.

⁵⁸⁸ Zie Acharya 2011 of Oppolzer 2019.

⁵⁸⁹ Zie Boot 2011, p. 29 – 34.

⁵⁹⁰ Zie artikel 43 van de Richtlijn (EU) 2019/944 van 5 juni 2019 betreffende gemeenschappelijke regels voor de interne markt voor elektriciteit waarbij een netbeheerder van het hoogspanningsnet niet in dezelfde groep mag zitten als een producent of leverancier van elektriciteit.

welk land verantwoordelijk is, bijvoorbeeld als een financiële onderneming in financiële moeilijkheden komt te verkeren. Er kan een neiging ontstaan dat elke toezichthouder van elk land zelf structureisen gaat stellen aan de financiële onderneming die ook economische activiteiten in het betreffende land uitvoerde. Sommige landen (zoals in de VS of bij het splitsen van de Fortis bank in een Nederlands en Belgisch deel) wilden alleen die financiële ondernemingen financieel ondersteunen met een hoofdkantoor in dat land of gingen bepaalde kapitaaleisen stellen aan de nationale holding of concernonderdelen die in dat land waren gevestigd.⁵⁹¹ Op deze manier ontstaat een vorm van geografische ‘*ring fencing*’ dat mede bedoeld kan zijn om de belangen van bijvoorbeeld de nationale schuldeisers of spaarders te beschermen.⁵⁹²

Een kenmerk van de bovengenoemde ondernemingen is dat de gestelde structureisen bij de concernvorming nodig kunnen zijn om te voorkomen dat de financiële problemen van deze ondernemingen maatschappelijke gevolgen hebben voor spaarders, bedrijven of consumenten. Daarbij is erkend dat de internationale concerns te groot en te complex zijn geworden voor een toezichthouder om goed te kunnen monitoren, vooral als het gaat om internationaal opererende concerns. De structureisen die aan dergelijk opererende concerns zijn gesteld kunnen een oorzaak zijn van het verder opknippen van een onderneming langs nationale grenzen.

Mijn onderzoek gaat weliswaar niet over de monitoring door Europese of nationale toezichthouders. Een les die in deze sectoren, en met name in de financiële sector, is te trekken is dat internationale concerns voor toezichthouders te groot kunnen zijn zodat monitoring onvoldoende mogelijk is. Dat zal voor schuldeisers of financiers niet anders zijn, tenzij slechts bepaalde delen van ene

⁵⁹¹ Zie bijvoorbeeld Schoemaker 2011.

⁵⁹² Zie bijvoorbeeld D’Hulster en Okter-Robe 2015. Maragopoulos 2020 beschrijft dat ondanks het Europese toezicht op grote systeembanken sommige lidstaten nog steeds bepaalde eisen stellen aan de concernonderdelen in hun land.

concern hoeven te monitoren. De vraag is in hoeverre het nodig is dat vanuit het perspectief van deze schuldeisers of financiers bepaalde wettelijk gestelde structureisen zouden moeten gelden. De structureisen zoals die gelden voor bijvoorbeeld de financiële of energiesector kunnen hiervoor een inspiratie zijn.

8.3.4 Oorzaken van intransparantie binnen een concern

Als schuldeisers of financiers op een goede manier een concern of subgroepen binnen een concern willen monitoren dan volgt uit de monitoringstheorie als noodzakelijke voorwaarde dat transparant moet zijn welke concernonderdelen tot een bepaalde subgroep behoren en welke concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. Elke vorm van intransparantie betekent dat een schuldeiser geen maatregelen kan nemen om de risico's te beheersen of geen goede risicopremie in rekening kan brengen.⁵⁹³ Hansmann en Squire⁵⁹⁴ komen in deze lijn van redenering tot de conclusie dat in de praktijk concerns eigenlijk altijd onvoldoende transparant zijn en de genoemde argumenten uit de monitoringstheorie voor afbakening van activa in concernverband niet opgaan. Hieronder ga ik in op de mogelijke oorzaken van die intransparantie.

Een oorzaak van intransparantie bij concernvorming kan zijn dat de moeder zich bij het oprichten van concernonderdelen niet zozeer laat leiden door de rechtseconomische monitoringsmotieven zoals ik in dit hoofdstuk heb geschetst, maar vooral fiscale motieven heeft (zie ook hoofdstuk 7). Het doel van de moeder is om de geconsolideerde belastingdruk zo laag mogelijk te houden zodat het concern als geheel per saldo zo weinig mogelijk belasting betaalt. Dit is in het belang van de aandeelhouders en de schuldeisers. Een lagere belastingdruk leidt immers tot een minder grote (preferente) vordering van de fiscus. De fiscaal gedreven inrichting van een concern is hiermee geen opportunistisch handelen van

⁵⁹³ Zie ook Cheng 2014.

⁵⁹⁴ Hansmann en Squire 2017.

de moeder ten nadele van de aandeelhouders of de schuldeisers. De moeder handelt immers mede in hun belang. Aandeelhouders of schuldeisers zullen dus geen controlerechten in willen zetten om het fiscaal gedreven handelen van de moeder tegen te gaan. Het gevolg voor schuldeisers kan zijn dat de afbakening in activa in verschillende concernonderdelen niet meer zuiver is ingegeven door de bovenstaande rechtseconomische monitoringsmotieven waardoor de concernvorming nodeloos ingewikkeld wordt. Een leverancier kan minder goed inschatten welke concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn en welke risicopremie de leverancier in rekening moet brengen. In hoofdstuk 7 ben ik ingegaan op de onderzoeken van de Europese Commissie die als doel heeft de fiscale prikkels bij concernvorming te verminderen. Een neveneffect van deze onderzoeken kan zijn dat de moeder zich bij het inrichten van het concern meer laat leiden door zuivere rechtseconomische motieven, omdat de fiscale prikkel bij concernvorming wegvalt. Dit zou uiteindelijk ten gunste kunnen komen van de leveranciers die beter in staat zijn een risicopremie in rekening te brengen.

Een andere oorzaak van intransparantie van een concern kunnen ondoorzichtige intragroeptransacties zijn.⁵⁹⁵ Dit zijn de ‘interne’ overeenkomsten die concernonderdelen onderling of met de moeder sluiten. Deze overeenkomsten ontstaan doordat concernonderdelen over en weer diensten aan elkaar leveren. Het ene concernonderdeel kan bijvoorbeeld bepaalde activa in eigendom hebben en deze activa aan een ander concernonderdeel verhuren. Een voorbeeld dat ik eerder heb aangehaald is een concern zoals Vattenfall dat warmte levert. Stel dat in dit concern het warmtenetwerk in eigendom is van een concernonderdeel dat ik gemakshalve aanduid als Warmte-infra BV. Stel dat een ander concernonderdeel zich bezighoudt met het leveren van warmte aan verbruikers (Levering BV). Dit concernonderdeel sluit als leverancier overeenkomsten met de verbruikers en int het geld van die verbruikers. Om warmte te kunnen leveren moet de Levering BV het warmtenetwerk van de Warmte-infra BV kunnen gebruiken, bijvoorbeeld door

⁵⁹⁵ Zie ook Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern* 2020/1.5.2.

het warmtenetwerk van de Warmte-infra BV te huren. Hierover moeten beide concernonderdelen afspraken maken. Een ander voorbeeld van dienstverlening binnen een concern is een concernonderdeel dat een merkrecht in eigendom heeft en dit merkrecht ter beschikking stelt aan andere concernonderdelen. Dit kwam aan de orde in één van de fiscale onderzoeken van de Europese Commissie gericht tegen Starbucks zoals ik in hoofdstuk 7 heb beschreven. Een ander voorbeeld is de moeder die voor het beschikbaar stellen van bepaalde diensten aan de concernonderdelen de kosten hiervoor in rekening kan brengen. Denk aan de kosten voor het gebruik van IT of de inzet van de juridische stafafdeling.

Daarnaast kan de moeder vanuit haar centrale positie zorgdragen voor financiering van de concernonderdelen. Binnen het concern ontstaan ‘interne’ financieringstransacties.⁵⁹⁶ De moeder kan daarbij kiezen voor verschillende financieringsinstrumenten, zoals een (achtergestelde) lening eventueel met zekerheden, aandelenkapitaal of een indirecte vorm van financiering met concerngaranties die nodig zijn om concernfinanciering aan te trekken. Bij een concerngarantie garanderen de verschillende concernonderdelen de nakoming van de verplichtingen jegens de bank van alle concernonderdelen. Concerngaranties binnen een concern kunnen een oorzaak zijn van ondoorzichtige concernvorming en dus intransparantie. Bij een concerngarantie aan een bank hoeft deze niet meer elk afzonderlijk concernonderdeel te monitoren, maar kan het concern als geheel monitoren. Squire⁵⁹⁷ legt uit dat het gevolg is dat er voor een bank en de moeder als gevolg van die concerngarantie geen noodzaak meer is te zorgen voor een zuivere afbakening van activa of transparante intragroepstransacties. Hansmann en Squire⁵⁹⁸ komen tot de conclusie dat mede vanwege de concerngaranties alle argumenten vanuit de monitoringstheorie binnen een concern wegvallen.

⁵⁹⁶ Zie bijvoorbeeld De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/ hoofdstuk 5.

⁵⁹⁷ Squire 2011. Zie ook Hansmann en Squire 2017.

⁵⁹⁸ Hansmann en Squire 2017. Zie ook Westbrook 2018.

Concerngaranties staan volgens hen eigenlijk gelijk aan een contractuele opheffing (ten gunste van de bank) van de risicoafbakening binnen een concern. In hoofdstuk 13 kom ik terug op de financiering van de moeder aan de concernonderdelen, waaronder de concerngaranties.

De intragroepstransacties kunnen de positie van de leveranciers aantasten. De moeder heeft de regie over die intragroepstransacties en kan daarmee de positie van de concernonderdelen verbeteren ten koste van bijvoorbeeld de leveranciers die aan een concernonderdeel leveren. Een paar voorbeelden. De moeder kan relatief hoge kosten factureren voor haar eigen dienstverlening of kan een hoge rente in rekening brengen voor het verstrekken van leningen. Het kan zijn dat de moeder hierbij afwijkt van het zogenoemde zakelijkheidsbeginsel.⁵⁹⁹ Dit kwam al aan de orde bij de bespreking van de fiscale onderzoeken van de Europese Commissie. Als de moeder afwijkt van het zakelijkheidsbeginsel kan dit betekenen dat een concurrente vordering van de moeder (voor betaling van bijvoorbeeld haar eigen diensten) of van het ene concernonderdeel aan een ander concernonderdeel onnodig hoog is.⁶⁰⁰ Neem de warmtelevering weer als voorbeeld. Als de Warmte-infra BV zijn warmtenetwerk voor hele hoge huurprijs ter beschikking aan de Levering BV dan heeft de Warmte-infra BV een relatief hoge concurrente vordering op de Levering BV. Ook bij de ‘interne’ financieringstransacties kan de moeder de schuldeisers in een minder gunstige positie plaatsen. Als de moeder een lening aan een concernonderdeel verstrekt dan krijgt de moeder als leninggever een concurrente vordering op de failliete boedel van een concernonderdeel. Als de moeder aandelenkapitaal beschikbaar stelt dan heeft de moeder als aandeelhouder een achtergestelde positie. De moeder kan haar positie als leninggever nog verder

⁵⁹⁹ Er wordt wel gesproken over ‘*at arm’s length*’ beginsel zoals dat vastligt in OECD-richtlijnen en belastingwetgeving. Voor de Europese Commissie was dit beginsel de basis voor haar staatssteunonderzoeken naar de fiscale constructies van verschillende concerns. In hoofdstuk 7 ben ik hierop ingegaan. Zie ook Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern 2020/1.5.2*.

⁶⁰⁰ Voor voorbeelden zie Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern 2020/1.5.2*.

versterken met een zekerheidsrecht op de activa van het concernonderdeel. Voor een schuldeiser is niet altijd transparant welke intragroepstransacties er zijn en in welke mate hierbij van het zakelijkheidsbeginsel is afgeweken. Dat betekent dus dat die schuldeiser niet goed een risicopremie kan inschatten. In hoofdstuk 13 kom ik op deze onderwerpen terug bij mijn bespreking van de verschillende financieringstransacties tussen de moeder en de concernonderdelen.

Om *ex ante* een goede risicopremie in rekening kunnen brengen moet voor de schuldeisers of financiers transparant zijn wat de concernstructuur is, welke concernonderdelen economische afhankelijk van elkaar zijn en in hoeverre de intragroep-transacties voldoen aan het zakelijkheidsbeginsel. De eis van transparantie sluit aan bij het voorstel van The Informal Company Law Expert Group (hierna: ICLEG) uit 2016.⁶⁰¹ Dat betekent volgens de ICLEG niet dat concerns hele gedetailleerde informatie hoeven te geven. De informatie moet in ieder geval voldoende (en gevisualiseerd) zijn zodat duidelijk wordt wat de structuur van de groep is, hoe de groep is gefinancierd en wie de uiteindelijke zeggenschap heeft (*'ultimate parent'*). Ook de Forum Europaeum on Company Groups⁶⁰² pleit voor meer transparantie over concerns. Zij geven aan dat voldoende duidelijk moet zijn welke concernonderdelen opereren als zogenoemde *'service companies'*. Dit zijn rechtspersonen die ten dienste van andere concernonderdelen staan zoals een concernonderdeel waar het personeel in zit. Daarnaast moet duidelijk zijn wat de governance en eigendomsstructuren zijn van de *'ordinary companies'* en de wijze waarop deze concernonderdelen met elkaar samenwerken. Het moge duidelijk zijn dat ik deze voorstellen ondersteun.

⁶⁰¹ ICLEG 2016. Zie ook Eijkelenboom 2016 en Westbrook 2018.

⁶⁰² Forum Europaeum on Company Groups 2015.

8.3.5 Van bewuste benadeling tot opportunistisch handelen van de moeder

Bij concernvorming kan de moeder bewust haar positie of de positie van de concernonderdelen verbeteren ten koste van bijvoorbeeld de leveranciers die aan een concernonderdeel zijn verbonden.⁶⁰³ Dit leidt echter niet per se tot benadeling van de schuldeisers. Als de concernvorming en de intragroepstransacties voldoende transparant zijn dan kunnen de schuldeisers *ex ante* rekening houden met hun benadeelde positie.⁶⁰⁴ Zij kunnen een garantie van de moeder verlangen of een hogere risicopremie in rekening te brengen om zo een compensatie te krijgen om zo hun benadeling op te heffen.⁶⁰⁵ Daarbij geldt dat de moeder bij uitstek de partij is die kan zorgen voor transparantie binnen het concern. Elke vorm van intransparantie moet aan de moeder zijn toe te rekenen. Dit geldt helemaal als de moeder bewust schuldeisers op een dwaalspoor heeft gebracht over de concernvorming en hierover valse informatie heeft verstrekt of heeft gezorgd voor mist of onduidelijkheden. Bij dergelijke vormen van misleiding door de moeder kunnen de schuldeisers *ex ante* hun positie niet inschatten en kunnen geen maatregelen treffen de risico's te beperken of geen risicopremie in rekening brengen.

De bovenstaande argumenten gaan niet op voor zogenoemde '*non – adjusting*' schuldeisers.⁶⁰⁶ Dit zijn schuldeisers die onvoldoende onderhandelingskracht hebben om bijvoorbeeld een garantie bij de moeder af te dwingen of hun

⁶⁰³ De vraag hier is wanneer de moeder hier opportunistisch handelt en daardoor aansprakelijk is te stellen. Hansmann, Kraakman en Squire 2005, p. 1351 – 1352 geven aan dat mogelijk opportunistisch handelen van een moeder in concernverband '*the most important challenges in organizational law today*' is.

⁶⁰⁴ Bainbridge en Henderson 2016.

⁶⁰⁵ Bainbridge en Henderson 2016 hanteren dit als hoofdargument voor behoud van de beperkte aansprakelijkheid. Ook in concernverband.

⁶⁰⁶ Zie bijvoorbeeld Bebchuk en Fried 1997, Bergström, Eisenberg en Sundgren 2004, Enriques en Gelter 2008 of De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/par. 3.6.

risicopremie aan te passen. Ook niet als de concernvorming en intragroepstransacties voldoende transparant zijn. Concernvorming kan voor deze groep schuldeisers dus wel degelijk leiden tot benadeling door de moeder. In de literatuur zijn daarbij verschillende voorbeelden genoemd van aandeelhouders die hun eigen positie verbeteren ten koste van deze ‘*non – adjusting*’ schuldeisers. Squire⁶⁰⁷ heeft dit bijvoorbeeld uitgewerkt voor garanties tussen rechtspersonen die economisch afhankelijk van elkaar zijn, zoals in een concern. Zijn argument is dat aandeelhouders bij een garantiestructuur met economisch afhankelijke rechtspersonen (bijvoorbeeld bij een concern) wel profiteren van de garantie (‘*upside*’ voordeel), maar niet de negatieve gevolgen ervan hoeven te dragen (‘*downside*’ risico). Als de moeder in een concern een garantie voor de schulden van de concernonderdelen afgeeft dan ontvangt de moeder als garantiegever, althans in theorie, een risicopremie. Voor zover de moeder geen premie ontvangt zal de bank vanwege de garantie door de moeder een lagere rente in rekening brengen. Dit leidt tot meer inkomsten voor de moeder en de aandeelhouders van de moeder behalen hierdoor meer rendement. Hetzelfde geldt als de concernonderdelen garant staan voor een concernfinanciering die door de moeder wordt aangetrokken. De bank rekent dan eveneens een lagere rente. Als de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn dan zullen alle concernonderdelen (en de moeder) gelijktijdig failliet gaan en moeten de concurrente schuldeisers de volledige lasten dragen. De schuldeisers zullen nooit van de concerngaranties profiteren. Alleen de aandeelhouders hebben er voordeel van.⁶⁰⁸ Het punt van Squire is dat in een concern waar de concernonderdelen

⁶⁰⁷ Squire 2009 en Squire 2011. Zie ook Jonkers 2020.

⁶⁰⁸ Zie Squire 2009 en Squire 2011. Als het concernonderdeel als garantienemer failliet gaat dan ontvangt deze een risicopremie van het concernonderdeel waarvoor de garantie is afgegeven. Dit leidt tot extra inkomsten die bij faillissement ten gunste van de concurrente schuldeisers komt. Als ook het concernonderdeel als garantiegever failliet gaat dan zal deze geen premie meer uitbetalen. Zie ook Jonkers 2020.

economisch afhankelijk van elkaar zijn de moeder de schuldeisers bewust kunnen benadelen door onnodig veel garanties te laten geven. Volgens Squire leidt dit uiteindelijk tot een ‘*overuse*’ aan garanties⁶⁰⁹ en daarmee mogelijk tot intransparante concernvorming. Het is vooral die intransparantie die nadelig voor de leverancier is. Als een leverancier onvoldoende zicht heeft op het concern dan gaat deze bij het rekenen van een risicopremie ten onrechte uit van het risicoprofiel van het concernonderdeel en niet van het risicoprofiel van het gehele concern. De leverancier rekent een te lage risicopremie en kan zich bovendien slechts verhalen op de activa van het concernonderdeel en niet op het geheel. Vanwege de intransparantie kan de leverancier geen maatregelen nemen, bijvoorbeeld door zelf ook extra garanties van de moeder te verlangen. In hoofdstuk 13 kom ik bij mijn bespreking van concerngaranties terug op de noodzaak van transparantie bij dergelijke instrumenten.

Ook bij het zogenoemde ‘*leverage effect*’, waar De Weijs op ingaat, kunnen de aandeelhouders hun positie verbeteren ten koste van de schuldeisers en in het bijzonder de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers.⁶¹⁰ Het punt van De Weijs komt er in het kort op neer dat de aandeelhouders het rendement op hun geïnvesteerde vermogen (‘*return on equity*’ - ROE) kunnen verbeteren door een onderneming met relatief weinig eigen vermogen te financieren. Stel dat de winst van een onderneming € 100 is. Dan is het rendement op het eigen vermogen (ROE) hoger bij een investering van € 1 dan bij een investering van € 1.000.⁶¹¹ De schuldeisers komen in een slechtere positie doordat zij in het meest extreme geval de hele onderneming moeten financieren (bij een aandelenvermogen van € 1) en dus alle

⁶⁰⁹ Squire 2011, p. 643 – 644. Zie ook Brasher 2006, p. 20 die aangeeft dat de economische voordelen van afbakening groter zijn als de dochters economisch onafhankelijk zijn. Zie ook Jonkers 2020.

⁶¹⁰ De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/hoofdstuk 2.

⁶¹¹ Voor een uitgebreide berekening verwijs ik naar De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/hoofdstuk 2. Hierin is De Weijs ook ingegaan op de effecten van te betalen rente en belastingen.

risico's moeten dragen. Een bank zal als 'adjusting' schuldeiser eisen dat een onderneming minstens een bepaalde hoeveelheid eigen vermogen inbrengt. De bank kan tegenwicht bieden. De 'non – adjusting' schuldeisers kunnen dit niet afdwingen en krijgen geen compensatie voor een verhoogd risico. Daarbij legt De Weijs⁶¹² uit dat aandeelhouders een prikkel hebben de positie van deze groep schuldeisers tot het uiterste aan te tasten, bijvoorbeeld door de betalingstermijn voor het leverancierskrediet op te rekken.⁶¹³

De moeder kan de positie van een schuldeiser eveneens *ex post* benadelen. De moeder kan bijvoorbeeld in de aanloop van een faillissement versneld de (mogelijk relatief hoge) vorderingen van haar eigen concernonderdelen betalen terwijl de moeder daartoe niet verplicht is. Ook kan de moeder een bank bevoordelen ten koste van de schuldeisers door een lening onverplicht versneld af te lossen of extra zekerheden aan de bank te verschaffen voor reeds bestaande leningen. Bij deze vormen van *ex post* benadeling heeft een schuldeiser (ook een 'adjusting' schuldeiser) geen mogelijkheid meer de risicopremie aan te passen of extra waarborgen te verlangen. Dit kan leiden tot bestuurdersaansprakelijkheid (zie hoofdstuk 6) of dit kunnen vormen van paulineus handelen zijn (zie hoofdstuk 11 en 13).

Concernvorming kan dus gevolgen hebben voor de verhaalspositie van schuldeisers zoals leveranciers. Dit geldt vooral als een concern onvoldoende transparant is. De vraag is vervolgens of dit ertoe moet leiden dat de wettelijk erkende beperkte aansprakelijkheid bij een concern moet worden afgeschaft of dat

⁶¹² De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/par. 3.6.

⁶¹³ In de EU geldt dat leveranciers hiertegen zijn beschermd en het recht hebben hun vorderingen binnen 60 kalenderdagen betaald te krijgen en een wettelijke mogelijkheid om bij vertraagde betaling een wettelijke rente in rekening te brengen. Zie Richtlijn 2011/7/EU van 16 februari 2011 betreffende bestrijding van betalingsachterstand bij handelstransacties en artikel 6:119a BW in het Nederlandse recht.

er wettelijke voorwaarden moeten worden verbonden aan concernvorming. Dit bespreek ik in de volgende paragraaf.

8.3.6 Afschaffen beperkte aansprakelijkheid in concernverband?

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

Uit het bovenstaande blijkt dat de rechtseconomische voordelen van concernvorming niet per se opgaan, vooral als er ‘*non – adjusting*’ schuldeisers zijn of bij concerngaranties die de risicoafbakening in een groep contractueel ten gunste van een bank opheft. De vraag is in hoeverre de wettelijk verankerde risicoafbakening in concernverband onvoorwaardelijk moet gelden. Het is primair een keuze van een wetgever in hoeverre een bewuste benadeling van bijvoorbeeld de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers vanwege concernvorming wel of niet wenselijk is. Bainbridge en Henderson⁶¹⁴ benadrukken bijvoorbeeld steeds dat de beperkte aansprakelijkheid een uitvinding van de wetgever is en dat de wetgever moet bepalen in welke mate deze risicoafbakening onwenselijk is. De Engelse rechters hebben dit standpunt eveneens gehanteerd in vraagstukken over aansprakelijkheid van de moeder. Zij hebben er steevast op gewezen dat het aan een wetgever is een keuze te maken over het wegnemen van eventuele nadelige effecten bij concernvorming.⁶¹⁵

Als een wetgever van een land voor nadere inperking van de risicoafbakening in concernverband kiest dan is een gevolg dat er een (ingewikkeld) rechtsgebied in een juridische ordening ontstaat waarbij de wetgever een alternatief regime moet

⁶¹⁴ Bainbridge en Henderson 2016.

⁶¹⁵ Zie bijvoorbeeld Petrin en Choudhury 2018 en het basisarrest *Salamon vs A. Salamon & Co Ltd* [1897] AC 22 (House of Lords).

uitwerken waarin specifiek voor concerns staat wanneer de moeder wel en niet aansprakelijk is.⁶¹⁶ De wetgever moet uitwerken wanneer dit concernrecht gaat gelden en onder welke voorwaarden de moeder aansprakelijk wel of niet aansprakelijk is voor de schulden van de concernonderdelen. Het Duitse concernrecht laat echter zien dat een regeling voor aansprakelijkheid binnen een concern mogelijk is. Bij toepassing van het Duitse concernrecht is de moeder (bijvoorbeeld als deze binnen het Duitse recht als heersende onderneming wordt gezien) aansprakelijk (zie ook hoofdstuk 6 en 13) voor schulden van de concernonderdelen, omdat de moeder de volledige zeggenschap wil hebben. De benadeling door de moeder is geen vereiste voor aansprakelijkheid. Die aansprakelijkheid volgt uit de wens van volledige zeggenschap door de moeder.⁶¹⁷ Dat betekent dat de moeder ook aansprakelijk is als zij goede rechtseconomische motieven heeft bepaalde subgroepen op te richten waarbij elke subgroep in een andere markt actief kan zijn en het concern volledig transparant zou zijn. De wetgever, zoals in Duitsland, heeft dit rechtseconomische voordeel uit de monitoringstheorie (*'entity shielding'*) klaarblijkelijk minder zwaar laten wegen dan het risico op benadeling van de leveranciers waaronder de *'non-adjusting'* schuldeisers. In andere landen kan een politieke keuze zijn de risicoafbakening in concernverband onverminderd te laten gelden bijvoorbeeld vanwege de argumenten die ik uit de monitoringstheorie heb beschreven. Een keuze is in dit geval dat een moeder volledig vrij moet zijn het concern in te richten zonder dat de centrale zeggenschap van de moeder leidt tot aansprakelijkheid. De aansprakelijkheid kan dan volgen uit bijvoorbeeld onrechtmatig handelen als

⁶¹⁶ Dit is de argumentatie van o.a. Bainbridge 2002, Gevurtz 2010 en Bainbridge en Henderson 2016. Zie verder ook Widen 2007 of Petrin en Choudhury 2018 die pleiten voor een vorm van *'enterprise liability'* en dus het afschaffen van de beperkte aansprakelijkheid in concernverband.

⁶¹⁷ Zie Schröter 2018. p. 202 – 204 die in zijn analyse over groepsvorming in Duitsland in historisch perspectief aangeeft dat het Duitse concernrecht een reden kan zijn dat er in Duitsland relatief weinig *'business groups'* zijn (zie ook hoofdstuk 3).

bestuurder (zie hoofdstuk 6). Dat er ‘*non – adjusting*’ schuldeisers zijn die nadeel ondervinden vanwege concernvorming is voor deze landen geen dwingende reden de wettelijk erkende beperkte aansprakelijkheid van de moeder af te schaffen.

Het is een politieke keuze de groep schuldeisers ‘*non – adjusting*’ schuldeisers wel of niet te beschermen. Vanuit het afwegingskader voor efficiëntie zoals ik dat in dit onderzoek hanteer (hoofdstuk 2.3.) zie ik geen voldoende dragend argument voor een uniforme bescherming van de ‘*non – adjusting*’. Het afwegingskader gaat immers uit van een efficiënte keuze als het voordeel voor de ene partij groter is dan het nadeel van een andere partij. Een wettelijke bescherming van de ‘*non-adjusting*’ is uiteraard een voordeel voor deze groep schuldeisers. Het wettelijke Duitse concernrecht leidt voor deze groep schuldeisers voor een minder groot risico (en dus lagere transactiekosten). Het is echter een nadeel voor de moeder die minder mogelijkheden heeft tot vorming van verschillende subgroepen. Voor de ‘*adjusting*’ is vooral van belang dat het concern en de economische afhankelijkheden binnen het concern voldoende transparant zijn zodat zij op een goede manier een risicopremie kunnen berekenen of zelf garanties kunnen eisen. Een keuze voor bescherming van de ‘*non – adjusting*’ via een automatische aansprakelijkheid van de moeder vanwege haar centrale zeggenschap leidt dus vooral tot een verschuiving van risico’s van deze groep schuldeisers naar de moeder.

Als de Europese Commissie vanuit het perspectief van efficiëntie met een uniforme regeling wil komen voor een wettelijke aansprakelijkheid van de moeder vanwege haar centrale zeggenschap in concernverband dan moet de Europese Commissie onderbouwen dat het voordeel voor de ‘*non – adjusting*’ groter is dan het nadeel voor de moeder. Een andere keuze voor de Europese Commissie kan zijn om uniforme voorwaarden te stellen aan de wijze waarop een moeder de concernstructuur (waaronder het oprichten van subgroepen), -financiering en economische afhankelijkheid transparant maakt. Dergelijke uniforme eisen volgen direct uit de monitoringstheorie zoals ik in dit hoofdstuk heb beschreven. Het effect

is dat de ‘*adjusting*’ schuldeisers op deze manier rekening kunnen houden met de concernstructuur en de onderlinge verhoudingen.⁶¹⁸

8.4 *Consolidatie van activa en passiva bij faillissement*

Een andere manier om het concern als geheel te zien is samenvoeging van alle activa van de hele groep van rechtspersonen bij faillissement. Dit betekent dat de rechter het faillissement van alle concernonderdelen geconsolideerd afwikkelt. Dit is het leerstuk van de ‘*substantive consolidation*’. Reumers⁶¹⁹ benadrukt dat dit ten principale indruist tegen de keuzes die wetgevers in het faillissementsrecht hebben gemaakt. Het faillissementsrecht is vooral bedoeld voor het afwickelen van een faillissement van een rechtspersoon. De ‘*single economic unit*’ is in dit rechtsgebied niet relevant ook al is dit een economische werkelijkheid. Een schuldeiser kan zich echter wel benadeeld voelen vanwege de nauwe betrokkenheid van de rechtspersonen binnen een concern. Het kan voorkomen dat een schuldeiser ten onrechte is afgegaan op de geconsolideerde activa of dat de activa zodanig verstrengeld zijn dat feitelijk geen sprake was van afbakening in een rechtspersoon. Dit kan een reden zijn om de activa samen te voegen waarmee het afwickelen van het faillissement vergelijkbaar wordt met dat van één rechtspersoon. De samenvoeging van activa is een uitzonderlijk vergaande maatregel en is veel ingrijpender dan bijvoorbeeld een procedurele geconsolideerde behandeling (*‘joint administration’*) waarbij één rechter alle administratieve zaken rond de faillissementen van concernonderdelen coördineert. Ik kom hier in hoofdstuk 9 op terug. Een verschil met de doctrine van ‘*piercing the corporate veil*’ is verder dat het bij consolidatie gaat om een horizontale samenvoeging van activa (dus tevens tussen de dochters) in plaats van een verticale

⁶¹⁸ Zie ook Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern* 2020/8.3.7. die pleiten voor meer transparantie bij concernvorming.

⁶¹⁹ Reumers 2007, p. 2. Zie ook Bainbridge en Henderson 2016.

(tussen moeder en dochter).⁶²⁰ Bovendien kunnen bij ‘*veil piercing*’ alleen de schuldeisers van de dochter aanspraak maken op de activa van de moeder. Bij consolidatie van alle activa hebben alle schuldeisers, dus ook die van de moeder als aandeelhouder, toegang tot het geheel aan geconsolideerde activa.⁶²¹

Het leerstuk is vooral in de VS tot ontwikkeling gekomen. De leidende zaak was *Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp*⁶²² waar de rechter constateerde dat de rechtspersoonlijkheid een schijnvertoning was en dat de activa in feite niet waren afgezonderd in een aparte rechtspersoon. Volgens de rechter hoorden alle activa bij elkaar en konden de schuldeisers zich verhalen op alle activa. De betreffende bestuurder (de heer Downey) had voorafgaand aan het faillissement zo goed als alle activa naar een nieuw opgerichte rechtspersoon overgebracht. Hier speelde mee dat de nieuwe rechtspersoon slechts één schuldeiser had die zelf bij de fraude betrokken was. De Amerikaanse rechter kwam tot de conclusie om alle rechtspersonen binnen de groep geconsolideerd af te handelen. In de daaropvolgende zaken speelde steeds het argument dat de rechtspersonen slechts ‘*instrumentalities*’ van de aandeelhouder waren opgezet met als intentie om de belangen van andere schuldeisers te hinderen.⁶²³ Een andere grond voor consolidatie, zelfs zonder fraude, was dat de activa in de verschillende rechtspersonen niet meer van elkaar te onderscheiden waren, omdat bijvoorbeeld de boekhouding niet goed was bijgehouden.⁶²⁴ In het arrest *Union saving bank v. Augie / Restivo Banking Co*⁶²⁵ heeft de rechter de criteria samengevoegd en

⁶²⁰ Brasher 2006 of Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern* 2020/8.2.

⁶²¹ Graulich 2006, p. 538, Bainbridge en Henderson 2016 of Bartman, Dorresteyn en Olaerts, *Van het concern* 2020/8.2.

⁶²² *Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp* 313 US 215 en 600 (1941).

⁶²³ Zie de opsomming van de verschillende zaken in Graulich 2006, p. 539 – 542.

⁶²⁴ Zie Graulich 2006, p. 542 – 544. Hij verwijst naar de zaak *Chemical Bank New York Trust Co.v. Kheel* 369 F.2d 845 (2d. Cir. 1966).

⁶²⁵ *Union Saving Bank v. Augie / Restivo Banking Co.* 86 F. 2d 515, 518 (2d Cir. 1988). Zie ook Dearborn 2009, p. 199 en Graulich 2006, p. 544 - 545.

aangegeven dat getoetst moet worden op verschillende criteria om tot consolidatie over te gaan. Deze criteria zijn: i) de perceptie van schuldeisers over het handelen met een ‘*single economic unit*’, ii) de mate van verwevenheid van de activa in verschillende rechtspersonen en iii) mogelijke schade of het nadeel voor de schuldeisers. In de zaak *Re Vecco Construction Industries Inc*⁶²⁶ is eveneens een aantal criteria geformuleerd, zoals de mate van integratie, onrechtmatige overdracht van activa, afwezigheid van voldoende financiële informatie, kans van slagen van een geconsolideerd faillissement, eenheid van beleid, mate van aansturing en de wijze waarop transacties tussen concernonderdelen zijn verricht. De criteria betekenen dat een rechter tot geconsolideerde afwikkeling van een ‘*single economic unit*’ over moet gaan als dat tot lagere transactiekosten leidt dan afwikkeling van de faillissementen van de afzonderlijke rechtspersonen.⁶²⁷ De basisgedachte in de zaak *In re Owens Corning*⁶²⁸ is weer dat een rechter de rechtspersoonlijkheid moet respecteren en een rechter andere juridische instrumenten in kan zetten zijn om eventuele nadelen voor schuldeisers te voorkomen. Een puur administratief voordeel van geconsolideerde afwikkeling kan geen reden zijn om tot consolidatie over te gaan. Geconsolideerde afwikkeling van een faillissement moet als ‘*last resort*’ dienen. Het is niet de bedoeling om het instrument in te zetten als offensieve remedie om bepaalde belangen te dienen of een reorganisatie af te dwingen. In Nederland is in de zaak *Van Kempen en Begeer/*

⁶²⁶ *Re Vecco Construction Industries Inc* BR 407 (Bankr. ED Va. 1980). Graulich 2006, p. 547 – 553. Op p. 550 – 551 wijst Graulich op de 15 afwegingen op grond waarvan rechters tot consolidatie kunnen overgaan. Graulich beschrijft het arrest als het begin van de nieuwe liberale en moderne trend.

⁶²⁷ Zie Brasher 2006, p. 9. Het gaat hier om een ‘*balancing test*’. Zie Reumers 2007, p. 102 – 110 en Brasher 2006. De leidende zaak is *Drabkin v. Midland-Ross Corp. (in Re Auto-Train Corp. Inc.)* 810 F.2d. 270, 277 (DC Cir. 1987). Volgens Graulich 2006, p. 545 – 547 heeft deze test geleid tot een te makkelijke consolidatie.

⁶²⁸ *In re Owens Corning*, 419 F.3d 195 (3d Cir. 2005).

*Zilfa en DCW*⁶²⁹ bij hoge uitzondering een consolidatie van activa bij faillissement toegestaan. Uit dit arrest volgt dat de hoofdregel blijft om faillissementen van rechtspersonen gescheiden af te wikkelen, tenzij een scheiding niet mogelijk is. De rechter wijst wederom op andere instrumenten om bijvoorbeeld een aandeelhouder aan te kunnen spreken.

Uiteindelijk gaat het bij geconsolideerde afwikkeling om afweging van alle betrokken belangen. Dat zijn niet alleen de belangen van de schuldeisers van de dochters, maar tevens de belangen van de schuldeisers van alle andere concernonderdelen, inclusief die van de moeder. Een consolidatie brengt een belangenconflict met zich mee tussen de schuldeisers die zich aan een rijk concernonderdeel hebben verbonden of juist aan een minder draagkrachtig concernonderdeel. Schuldeisers van die laatste rechtspersoon hebben belang bij consolidatie, zelfs als dat gaat ten koste van de positie van andere schuldeisers. Voor de schuldeisers die zich aan een rijke dochter hebben verbonden geldt vanzelfsprekend het omgekeerde. Andere schuldeisers hebben zich juist aan alle concernonderdelen verbonden, zoals een bank bij concernfinanciering die door consolidatie in een concurrente positie komen te staan met de schuldeisers van alle dochters gezamenlijk. Een consolidatie kan tevens betekenen een curator geen rekening meer houdt met bepaalde zekerheden, zoals pandrechten op ‘interne’ vorderingen.⁶³⁰ Om een goede ‘*balancing test*’ uit te voeren moeten al deze belangen worden afgewogen. Reumers geeft terecht aan dat dit geen eenvoudige opgave is⁶³¹ waarbij het vaak uitdraait op ‘*rough justice*’.⁶³² De afweging is bovendien vaak op ad hoc gronden gebaseerd met soms tegenstrijdige

⁶²⁹ HR 25 september 1987, NJ 1988, NJ 1988 / 136 (Van Kempen en Begeer / *Zilfa en DCW*).

⁶³⁰ Reumers 2007, p. 254 – 259. Volgens Reumers zouden dergelijke zekerheidsgerechtigden een bevoorrechte positie moeten krijgen bij een geconsolideerde afwikkeling. Dit geldt niet voor persoonlijke zekerheden van intercompany – vorderingen.

⁶³¹ Reumers 2007, p. 193.

⁶³² Dit was een overweging *In re Owens Corning*, 419 F.3d 195 (3d Cir. 2005).

argumenten.⁶³³ Volgens Squire leidt ‘*substantive consolidation*’ tot een ‘*overkill*’ waarbij geen rekening wordt gehouden met de voordelen van een rechtspersoonlijkheid en een juiste afbakening van activa.⁶³⁴ De juridische basis voor rechters is bovendien beperkt. Reumers wijst nog op § 1123 (a)(5)(C) Bankruptcy Code waarin is bepaald dat een reorganisatieplan moet voorzien in adequate middelen. Het is niet duidelijk in hoeverre een samengevoegde afwikkeling als ‘*adequaat*’ is te bestempelen. Verder gaat dit artikel alleen over reorganisatie op grond van vrijwillige afspraken en biedt het geen ruimte voor onvrijwillige reorganisaties.⁶³⁵ Graulich⁶³⁶ beschrijft dat rechters zich in algemene zin baseren op § 105 Bankruptcy Code waarin staat dat: ‘*The court may issue any order, process, or judgment that is necessary or appropriate to carry out the provisions of this title.*’ Bij nadere beschouwing biedt dit artikel echter onvoldoende rechtvaardiging. Rechters blijven gebonden aan de Bankruptcy Code en de oorspronkelijke consolidatiezaken zijn niet op dit artikel gestoeld. De kritiek van Brasher⁶³⁷ is dat een juist theoretisch raamwerk voor een samengevoegd faillissement ontbreekt waardoor de juridische basis mager is. Bovendien staan andere rechtsmiddelen open, zoals vordering van de onrechtmatige daad, bestuurdersaansprakelijkheid of de *actio pauliana*.

Een materiële consolidatie van een faillissement binnen een concern is dus wat mij betreft alleen nodig als niet meer is te achterhalen in welke rechtspersoon bepaalde activa zijn ondergebracht waarbij de verschillende rechtspersonen alle activa over en weer hebben gebruikt. Alleen als de activa van de verschillende rechtspersonen feitelijk niet meer van elkaar te onderscheiden zijn kan dat een redenen zijn de activa van beide rechtspersonen samen te voegen of als

⁶³³ Graulich 2006.

⁶³⁴ Squire 2011, p. 647 – 649.

⁶³⁵ Zie Reumers 2007, Graulich 2006, p. 556 en Baird 2005, p. 19.

⁶³⁶ Zie Graulich 2006, p. 553 – 556.

⁶³⁷ Brasher 2006.

schuldeisers dusdanig misleid zijn.⁶³⁸ De consolidatie van een faillissement kan nodig zijn als een geconsolideerde afwikkeling van een faillissement de enige redelijke mogelijkheid is om tot een redelijke verdeling van de activa te komen. Een geconsolideerde afwikkeling van een faillissement zou dus alleen bij hoge uitzondering en met grote terughoudendheid mogelijk moeten zijn. De consolidatie van activa betekent immers dat een rechter de rechtseconomische keuzes van de moeder om in een concern rechtspersonen op te richten met terugwerkende kracht tenietdoet. De consolidatie van de activa bij faillissement is een instrument dat een rechter met grote terughoudendheid moet toepassen.

⁶³⁸ Zie Reumers 2007, Graulich 2006, p. 528, Mevorach 2010 en de Vette 2011, p. 227.

9 Faillissement en herstructurering

9.1 Belang van faillissementen en herstructurering

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

Na het sluiten van een contract door een bank of een leverancier met een concernonderdeel bestaat gedurende de looptijd van het contract de kans dat het concernonderdeel niet meer aan de betalingsverplichtingen kan voldoen en failliet gaat. Partijen houden hier bij het sluiten van het contract voor zover mogelijk rekening mee en willen zekerheden of nemen andere voorzorgmaatregelen. In hoofdstuk 2 heb ik het in dit verband al gehad over controlerechten die partijen met een concernonderdeel kunnen uitonderhandelen met als doel om de risico's en transactiekosten zo laag mogelijk te houden. In de rechtseconomische literatuur wordt wel gesproken van *ex ante* efficiëntie.⁶³⁹ In andere woorden: een *ex ante* verdeling van controlerechten. Na het sluiten van een contract is de vraag op welke wijze partijen om moeten gaan met veranderende omstandigheden zoals het verslechteren van de financiële positie van een onderneming of het aantasten van de positie van de schuldeisers ten gunste van bijvoorbeeld de concernonderdelen. Dit is een vraagstuk van *ex post* efficiëntie.⁶⁴⁰ Om met deze *ex post* efficiëntie om te gaan kunnen in het recht formele procedures zijn uitgewerkt. Denk aan de

⁶³⁹ Zie bijvoorbeeld Claessens en Klapper 2005, Hart 2000 en Bolton en Dewatripont 2005.

⁶⁴⁰ Zie ook Tollenaar 2016 over een uitleg over de rechtvaardigingsgronden voor een collectieve procedure bij faillissement. Hij beschrijft de ‘*creditors bargaining theory*’ waaruit volgt dat schuldeisers altijd vooraf met een collectieve procedure in zouden stemmen om zo het ‘*common pool*’ probleem op te lossen. Zonder een dergelijke procedure zou iedereen als eerste zijn vordering willen gaan innen om zo veel mogelijk te kunnen verhalen. Zie ook Pistor 2019.

mogelijkheden om afspraken met schuldeisers te maken over herstructurering. In Nederland is dit bijvoorbeeld uitgewerkt in de Wet Homologatie Onderhands Akkoord (hierna: WHOA). Hier kom ik op terug. In het uiterste geval gelden de formele regels zoals uitgewerkt in het faillissementsrecht. Voor *ex post* benadeling van schuldeisers gelden de regels van de *actio pauliana* of de *faillissementspauliana* (zie hoofdstuk 11). In het faillissementsrecht is onder andere geregeld wie het beheer van de failliete boedel gaat voeren, wat de bevoegdheden zijn van een curator bij het beheer van de failliete boedel en welke procedures schuldeisers moeten doorlopen om een uitkering uit het faillissement te kunnen krijgen. De regels in de faillissementswetgeving zijn nodig om na faillissement het handelen tussen concurrente schuldeisers te coördineren onder toezicht van een rechter. Vanuit een rechtseconomisch perspectief is het doel van faillissementswetgeving om de transactiekosten voor concurrente schuldeisers bij de afwikkeling van het faillissement zo laag mogelijk te houden.⁶⁴¹ Formele faillissementswetgeving biedt als voordeel dat schuldeisers geen kosten hoeven te maken om bij een faillissement nog een procedure of criteria voor de verdeling van de boedel uit te moeten onderhandelen. Vooraf weten de concurrente schuldeisers dat zij een pro rato deel zullen krijgen bij faillissement van een concernonderdeel en welke procedures gelden. Het faillissementsrecht is nodig om de *ex post* transactiekosten voor schuldeisers zo laag mogelijke te houden (*ex post* efficiëntie).⁶⁴²

Als de schuldeisers of financiers voldoende vertrouwen in het faillissementsrecht in een land hebben zijn zij eerder bereid financiering beschikbaar te stellen dan in een situatie waarin het faillissementsrecht veel onduidelijkheden kent.⁶⁴³ Als het faillissementsrecht voldoende duidelijk is dan weten de schuldeisers of financiers vooraf op welke wijze een failliete boedel

⁶⁴¹ Dit volgt uit de literatuur die ik in deze paragraaf aanhaal.

⁶⁴² Hart 2000, p. 2 – 3.

⁶⁴³ Hart 2000, p. 5.

wordt verdeeld en kunnen zij inschatten welk deel van de failliete boedel zij zullen krijgen als hun vordering geheel of gedeeltelijk onbetaald blijft. Daarbij zullen schuldeisers of financiers zich mede laten leiden door de ‘*recovery rates*’ in een land. Dit is het verhoudingsgetal tussen de uitstaande vordering (inclusief rente) en het bedrag dat een schuldeiser bij een faillissement terugkrijgt. In een land met hoge ‘*recovery rates*’ is te verwachten dat financiers *ex ante* een grotere bereidheid vertonen om financiering beschikbaar te stellen.⁶⁴⁴ Een duidelijk faillissementsrecht en hoge ‘*recovery rates*’ zorgen voor verlaging van de *ex ante* inschatting van transactiekosten door schuldeisers. Verder is faillissementsrecht nodig om te voorkomen dat een rechtspersoon of een concernonderdeel onnodig snel wordt geliquideerd. In het faillissementsrecht kunnen formele procedures of regelingen staan die herstructurering van een onderneming mogelijk maken. In faillissementswetgeving is vaak een onderscheid gemaakt tussen liquidatie van een rechtspersoon en een formeel proces van ‘*structured bargaining*’ oftewel herstructurering.⁶⁴⁵ Djankov, Hart, McLiesh en Shleifer voegen nog een derde

⁶⁴⁴ Zie Davydenko en Franks 2008, tabel V op p. 582. In het VK komt de mediaan voor de ‘*recovery rate*’ voor het VK uit op 0,92 in Duitsland 0,67 en in Frankrijk 0,56. Zie ook Couwenberg en De Jong 2006. Zij hebben hun onderzoek beperkt tot het Nederlandse faillissementssysteem. Zij geven aan dat banken een belangrijke rol kunnen spelen bij mogelijke herstructureringen van ondernemingen en dan met name in het MKB in Nederland.

⁶⁴⁵ Hart 2000, p. 5 – 9. Zie ook Jensen en Meckling 1976, p. 48. Zij geven aan dat liquidatie zich voordoet als de toekomstige kasstromen lager zijn dan de ‘*opportunity cost*’ bij verkoop van de activa. Zie ook Berglöf, Rosenthal en Von Thadden 2001 die wijzen op de verschillende regimes waarbij in het faillissementrecht van het ene land de nadruk ligt op liquidatie van een rechtspersoon en in het andere land op een doorstart van een rechtspersoon. De keuze tussen liquidatie en doorstart wordt bepaald door de vraag of de rechtspersoon na een doorstart meer waard is dan bij liquidatie (zie ook Posner 2007 p. 431 e.v.). Berglöf, Rosenthal en Von Thadden 2001 noemen het systeem in de VS ‘*reorganization-prone*’ en in het VK is een voorkeur voor liquidatie. Vaak wordt gesproken over een faillissementswetgeving die ‘*debtor-friendly*’ (gericht op doorstart) is een faillissementswetgeving die ‘*creditor-friendly*’ (gericht op liquidatie) is. Zie ook Wood 2007, p. 31 die wijst op de drie basismethoden binnen een faillissementswetgeving, te weten 1) private ‘*work-*

categorie toe, te weten de *'foreclosure'*.⁶⁴⁶ Dit zijn situaties waarin een zekerheidsnemer zijn rechten uit gaat oefenen waar geen rechter aan te pas komt. Zij wijzen daarbij in het bijzonder op de mogelijkheid die gekoppeld zijn aan de *'floating charge'* uit het Engelse recht waarbij alle activa binnen de onderneming als zekerheid dienen.⁶⁴⁷ Een dergelijke uitoefening van rechten valt niet onder het faillissementsrecht, maar is onderdeel van het zekerhedenrecht. Ik kom hierop terug in de hoofdstukken 10 en 11. In de juridische ordening van het VK ligt de nadruk op de procedure van de *'foreclosure'*, in Nederland en Duitsland meer op liquidatie en in de VS op herstructurering.⁶⁴⁸ Dit laat al een duidelijk verschil tussen de landen zien. Ik kom daar in dit hoofdstuk op terug.

Claessens en Klapper⁶⁴⁹ hebben de wisselwerking tussen *'creditor rights'* (*ex ante* efficiëntie) en het gebruik van het formele faillissementsrecht (*ex post* efficiëntie) tussen verschillende landen onderzocht. Zij hebben aangetoond dat schuldeisers sneller gebruik maken van het formele faillissementsrecht in landen met een goed functionerende rechterlijke macht.⁶⁵⁰ De schuldeisers hebben klaarblijkelijk voldoende vertrouwen dat een rechter op een efficiënte manier het handelen tussen schuldeisers kan coördineren. Als in een land echter voldoende *'creditor rights'* mogelijk zijn die tot liquidatie leiden dan hebben schuldeisers

out', 2) rechterlijke reorganisatie en 3) liquidatie en de beschrijft de voor- en nadelen van de methoden. Zie ook Claessens en Klapper 2005.

⁶⁴⁶ Djankov, Hart, McLiesh en Shleifer 2008, p. 1107.

⁶⁴⁷ Djankov, Hart, McLiesh en Shleifer 2008, p. 1107. Zie ook Franks en Sussman 2005 over het contractuele stelsel bij het afhandelen van faillissementen in het VK. Het doel van de afwikkeling van de faillissementen is vooral om de bancaire contracten af te dwingen.

⁶⁴⁸ Djankov, Hart, McLiesh en Shleifer 2008, tabellen op p. 1122 en 1126. Alle genoemde landen hebben een hoge efficiëntie – score met Nederland die de hoogste score heeft (94,9%), daarna het VK (92,3%), de VS (85,8%) en Duitsland (57%). Bepalend voor deze scores zijn kosten voor de afwikkeling van een faillissement of de mogelijkheden tot voortzetten van een onderneming. Zij hebben advocaten en experts uit verschillende landen geïnterviewd.

⁶⁴⁹ Zie Claessens en Klapper 2005.

⁶⁵⁰ Zie Claessens en Klapper 2005, p. 271 – 272.

minder snel de neiging om een faillissement aan te vragen. De schuldeisers hebben dan voldoende controlemogelijkheden om voorafgaand aan een faillissement hun eigen belang te behartigen. Zo kan ik me voorstellen dat de *'floating charge'* in het VK een zekerheidsnemer al voldoende controlemogelijkheden geeft en dat het voor andere schuldeisers niet meer zinvol is een formele faillissementsprocedure te openen. Tevens hebben Claessens en Klapper gewezen op het verband tussen een regeling van de *'automatic stay'* en het gebruik van het faillissementsrecht. Ik kom later in dit hoofdstuk op de regeling zelf terug. Het is een regeling in de faillissementswetgeving in de VS op grond waarvan de rechter de rechten van bijvoorbeeld zekerheidsnemers tijdelijk bevriest. In landen die geen *'automatic stay'* kennen vragen schuldeisers minder snel een faillissement aan. Schuldeisers zien een regeling voor een *'automatic stay'* in het faillissementsrecht als een nuttig instrument om *'creditor races'* te voorkomen.⁶⁵¹ Een ander kenmerk van een faillissementsrecht kan zijn dat het bestuur wordt vervangen door een curator die het beheer over de failliete boedel overneemt. De curator kan direct door de schuldeisers of een rechter worden aangewezen. Claessens en Klapper geven aan dat een formele rol van een curator bij het afwickelen van een faillissement niet bepalend is voor de vraag in hoeverre schuldeisers hun belangen via het faillissementsrecht willen beschermen. In een juridische ordening waarin de mogelijkheid staat dat een rechter of de gezamenlijke schuldeisers een curator kunnen aanwijzen wordt niet significant vaker een faillissement aangevraagd in vergelijking met een juridische ordening waarin geen mogelijkheid bestaat om een curator aan te wijzen. Het lijkt dat de afwikkeling van een faillissement door een curator voor schuldeisers geen overweging is om een faillissementsprocedure te starten. Als het bestuur van een failliete rechtspersoon goed functioneert dan is het niet nodig om het management te vervangen door een curator.⁶⁵² Het kost tijd om

⁶⁵¹ Zie Claessens en Klapper 2005, p. 269 – 270.

⁶⁵² Zie ook Kraakman e.a. 2017, p.136 die benadrukken dat het faillissement een vorm van *'governance'* is waarbij een *'crisismanager'* nodig is.

een goede curator te zoeken en in te werken.⁶⁵³ Later in dit hoofdstuk kom ik terug op de rol van het bestuur bij herstructurering. In het vervolg van dit hoofdstuk ga ik vanuit een juridisch perspectief in op de faillissementswetgeving in de verschillende landen die in mijn onderzoek centraal staan. Dit hoofdstuk gaat daarmee voornamelijk over de juridische ordening bij *ex post* efficiëntie bij herstructurering en faillissement van een rechtspersoon.

9.2 *Faillissement en herstructurering bij een internationaal concern*

9.2.1 Gevolgen concernvorming voor herstructurering en faillissement

De verschillende regelingen in het faillissementsrecht van de verschillende landen zijn veelal gericht op de herstructurering of de afwikkeling van een faillissement van een rechtspersoon. Het kenmerk van een concern is echter dat een concernonderdeel als rechtspersoon onderdeel uitmaakt van een grotere economische eenheid, te weten het concern. Zolang de concernstructuur voldoende transparant is en het concern bestaat uit concernonderdelen die economisch onafhankelijk van elkaar opereren kan het faillissement van elk concernonderdeel afzonderlijk worden afgehandeld.⁶⁵⁴ Voor dat concernonderdeel kan worden nagegaan in hoeverre herstructurering mogelijk is of dat liquidatie een betere optie is. Tussen de concernonderdelen bestaan echter vaak economische afhankelijkheden.⁶⁵⁵ Dat betekent dat financiële problemen bij het ene concernonderdeel gevolgen kunnen hebben voor het functioneren van andere concernonderdelen. De waarde van het concern is groter dan de optelsom van de waarde van de afzonderlijke concernonderdelen. Een kenmerk van een concern is

⁶⁵³ Zie Claessens en Klapper 2005, p. 270 – 271.

⁶⁵⁴ Zie ook Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/17.5.

⁶⁵⁵ Zie ook Harmsen & Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (R&P nr. InsR18)* 2021/8.3, Pepels 2020 en Pepels 2021.

vaak dat een concernonderdeel niet los is te zien van het grotere economisch geheel waar het toe behoort. Bij financiële moeilijkheden in een concern is steeds de vraag of het concernonderdeel als rechtspersoon geherstructureerd of geliquideerd moet worden of dat bij financiële moeilijkheden een vorm van coördinatie binnen het concern nodig is. Olaerts⁶⁵⁶ spreekt van het continue laveren tussen de economische realiteit van een concern en de meer juridische benadering uitgaande van de rechtspersoon als basis. Bij een strikt juridische benadering van een faillissement van een concernonderdeel zal de rechter voor dat concernonderdeel een curator aanstellen die het beheer van over de failliete boedel van dat concernonderdeel krijgt. Het faillissement van alleen dat ene concernonderdeel betekent dat de eenheid van het concern komt te vervallen terwijl de curator eigenlijk de zeggenschap over de andere concernonderdelen zou moeten hebben om tot een zinnige herstructurering van het geheel te komen.⁶⁵⁷ Een oplossing hiervoor kan zijn om voor alle concernonderdelen dezelfde curator aan te stellen, door het opzetten van een formele coördinatieprocedure binnen een groep of met een geconsolideerde schuldeiserscommissie.⁶⁵⁸ Later in dit hoofdstuk kom ik terug op de mogelijkheden van herstructurering binnen een groep.

Baird en Casey wijzen op een ander gevolg van concernvorming in relatie tot het faillissementsrecht. Concernvorming kan voor bepaalde partijen, zoals een bank, als reden hebben nadelige bepalingen in het faillissementsrecht te ontlopen, zoals de ‘*automatic stay*’ zoals die in de VS. Later in dit hoofdstuk 9 kom ik op de ‘*automatic stay*’ terug. Voor een financier betekent een ‘*automatic stay*’ dat deze haar rechten, zoals zekerheden tijdelijk niet kan gebruiken. Het achterliggende idee

⁶⁵⁶ Zie Olaerts in Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/1.1.

⁶⁵⁷ Zie ook Bartman 2015 over het (chaotische) faillissement van Imtech, Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/1.1. en 18.2.en Reumers 2021.

⁶⁵⁸ Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/ par. 5.

bij een ‘*automatic stay*’ is dat een onderneming de tijd krijgt om afspraken over herstructurering te maken en in deze onderhandelingen niet bang hoeft te zijn dat een zekerheidsnemer zijn rechten tijdens de onderhandelingen uit gaat oefenen. Baird en Casey beargumenteren dat ‘*sophisticated*’ financiers via concernvorming de mogelijkheid hebben om een ‘*tailored bankruptcy system*’ te organiseren.⁶⁵⁹ Als voorbeeld noemen zij een honkbalstadion dat in een aparte rechtspersoon is ondergebracht. Gemakshalve noem ik dit Stadion BV. Deze BV heeft het stadion in eigendom en verhuurt het stadion aan een BV waarin het honkbalteam is ondergebracht. Deze BV noem ik gemakshalve Team BV. Alle spelers en alle activa zitten in deze BV. Team BV sluit een huurcontract met Stadion BV om het stadion te kunnen gebruiken. Zonder het gebruik van een stadion kan het honkbalteam geen competitie spelen. Stadion BV is een schuldeiser van Team BV is. Uitgangspunt in dit voorbeeld is wederom dat beide BV’s sterk economisch afhankelijk van elkaar zijn. Het stadion wordt primair gebruikt voor de honkbalcompetitie en niet voor bijvoorbeeld concerten. Team BV is de enige huurder van het stadion. Verder werk ik met de aanname dat beide BV’s dezelfde aandeelhouder hebben. De economische afhankelijkheid betekent dat zonder het gebruik van het stadion Team BV geen wedstrijden kan spelen en dat het stadion zonder Team BV als huurder het stadion niet rendabel kan exploiteren. Stel dat een financier een lening aan Stadion BV verstrekt en daarmee tevens schuldeiser van deze BV is. Alle andere schuldeisers hebben een contract met Team BV gesloten. Stadion BV heeft dus slechts één schuldeiser die zich op deze wijze heeft afgezonderd van de schuldeisers van Team BV. De schuldeisers van Team BV kunnen bij niet nakoming het faillissement van Team BV aanvragen. De bepalingen uit het faillissementsrecht zijn alleen voor deze BV van toepassing.

⁶⁵⁹ Zie Baird en Casey 2013. Hun kritiekpunt op bijvoorbeeld de monitoringsvisie van Hansmann en Kraakman is dat de nadruk ligt op rechtspersonen als ‘*stand-alone businesses*’ oftewel de rechtspersoon in plaats van de economische onderneming. Ik deel deze kritiek. Toch is het hele rechtspersonen- en faillissementsrecht ingericht op ‘*stand-alone business*’.

Voor de VS betekent dit dat de *'automatic stay'* uit het Amerikaanse faillissementsrecht alleen geldt voor eventuele zekerheidsnemers die een contract met Team BV hebben afgesloten. De bepalingen uit het faillissementsrecht gelden niet voor Stadion BV. Stel dat de financier van Stadion BV een zekerheidsrecht op het stadion heeft gevestigd dan gelden de bepalingen van de *'automatic stay'* niet voor deze financier. Een *'automatic stay'* is juist bedoeld voor een curator om met alle betrokken partijen waaronder de zekerheidsnemers in onderhandeling te treden over een eventuele doorstart (zie ook later in dit hoofdstuk). Als Team BV en Stadion BV één rechtspersoon zouden vormen dan zou de financier van Stadion BV wel te maken hebben met de regeling van de *'automatic stay'* en kan de curator de onderhandeling met deze financier aangaan. Het bovenstaande voorbeeld van Baird en Casey laat zien dat de opsplitsing in Team BV en Stadion BV vooral bedoeld kan zijn als middel om te zorgen dat de regeling van de *'automatic stay'* niet geldt voor de financier van het stadion. Volgens Baird en Casey bestaat daarmee feitelijk geen verplichte *'stay'*, omdat financiers zich door oprichting van verschillende rechtspersonen zich kunnen onttrekken aan deze regeling.⁶⁶⁰ Volgens hen is dit echter nodig, omdat het bestuur dan bepaalde financiers kan aantrekken en een financiering op maat kan organiseren.⁶⁶¹ Ik kan me goed voorstellen dat een dergelijke rechtspersonenstructuur tot een lagere risicopremie voor een betreffende financier leidt, omdat deze niet te maken heeft met de nadelige effecten voor zijn positie vanwege de *'automatic stay'*. Dit gaat echter ten koste van andere schuldeisers die moeten accepteren dat herstructurering minder effectief is. De curator heeft immers niet meer de mogelijkheid met het instrument van de *'automatic stay'* met zekerheidsnemers in onderhandeling te gaan treden over een effectieve herstructurering. Later in dit hoofdstuk kom ik terug op de afweging van de voor- en nadelen van de *'automatic stay'*.

⁶⁶⁰ Zie Baird en Casey 2013.

⁶⁶¹ Zie Baird en Casey 2013 en Ayotte 2015.

Het voorbeeld van Baird en Casey laat een belangentegenstelling zien tussen de schuldeisers van het ene concernonderdeel tegenover dat van de belangen van de schuldeisers van andere concernonderdelen. Een regeling zoals een ‘*automatic stay*’ kan nuttig zijn voor een groep concurrente schuldeisers die zich aan het ene concernonderdeel hebben verbonden, terwijl de financier van een rechtspersoon waar bepaalde activa (als voorbeeld noemde ik en stadion) juist belang heeft om onder dergelijke bepalingen van het faillissementsrecht uit te komen. Dit belangenconflict kan zich ook voordoen als de verschillende concernonderdelen bij faillissement elk een andere curator hebben waarbij elke curator voor de eigen collectieve schuldeisers de hoogst mogelijk opbrengst probeert te behalen.⁶⁶² Daarnaast kunnen maatschappelijke belangen meespelen die kunnen worden doorbroken door concernvorming. In het vorige hoofdstuk heb ik het voorbeeld al aangehaald van een concern dat zicht bezighoudt met de levering van warmte. Stel dat dit concern bestaat uit een Infra BV die eigenaar is van alle noodzakelijke activa zoals het warmtenet om te kunnen leveren en een Levering BV die aan verbruikers levert. Een maatschappelijk belang is dat verbruikers altijd warmte geleverd krijgen omdat dit voor die bewoners de enige manier is om hun huis of tapwater op te warmen. Bij een faillissement van de Infra BV kan de curator in het belang van de financiers van de activa besluiten de activa te ontmantelen en te verkopen met als gevolg dat de Levering BV niet meer warmte kan leveren.⁶⁶³ In (sector)wetgeving kan zijn uitgewerkt hoe de curatoren met dergelijke belangentegenstellingen om moeten gaan.⁶⁶⁴

⁶⁶² Zie het voorbeeld Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/ par. 5. of Reumers 2021.

⁶⁶³ Zie hierover Van Asperen en Koster 2020.

⁶⁶⁴ Zie Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/ par. 5. waarin is aangegeven dat in de faillissementswetgeving dergelijke keuzes niet gemaakt zijn. Zie Van Asperen en Koster 2020 over de wijze waarop in de energiewetgeving dergelijke belangenconflicten zijn geregeld.

In internationaal verband kan ieder land verschillende keuzes maken over de afweging van de belangen van de betrokken partijen bij een faillissement. Dat betekent dat transactiekosten kunnen ontstaan vanwege een verschil in recht. In de volgende paragrafen beschrijf ik eerst kort de regelingen in het faillissementsrecht van de verschillende landen. Uit deze analyse volgt op hoofdlijnen waar het verschil in recht tussen de landen uit bestaat. Vervolgens ga ik na op welke wijze schuldeisers in de EU het toepasselijk faillissementsrecht kunnen bepalen, waaronder het toepasselijke recht bij faillissement van concernonderdelen in een concern. Deze analyse geeft aan in welke mate het toepasselijke recht voor schuldeisers is te voorzien zodat zij daar *ex ante* rekening mee kunnen houden. In de VS geldt een federaal faillissementsrecht en hier zijn geen transactiekosten vanwege een verschil in recht. De vraag is vervolgens of en in welke mate er in de EU, net als in de VS, een uniforme regeling voor faillissementen moet komen.

9.2.2 Korte schets van het faillissementsrecht in verschillende landen

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

Verenigde Staten

In de VS geldt de *Chapter – 11* procedure voor herstructurering.⁶⁶⁵ In deze regeling is gekozen om de zeggenschap bij herstructurering bij het bestuur van de failliete onderneming (*debtor in possession*) te houden. Binnen het concern zoals ik dat in mijn onderzoek voor ogen heb betekent dit dat de moeder het management over het failliete concernonderdeel als *debtor in possession* mag blijven uitvoeren. In dit voorbeeld is het concernonderdeel dus de *debtor in possession*

⁶⁶⁵ Zie Tollenaar 2016 voor een overzicht van de Amerikaanse regeling.

en de moeder de bestuurder van het concernonderdeel. De moeder is wel aan bepaalde voorwaarden gebonden. Zo moet de moeder een commissie instellen van schuldeisers die zekerheidsrechten op de activa van de concernonderdelen hebben en een commissie van schuldeisers zonder zekerheden. Deze commissies hebben een adviserende en toezichthoudende rol (§1102 en 1103 Bankruptcy Code). De moeder houdt in haar hoedanigheid als *'debtor in possession'* alle rechten en *'powers'* die een *'trustee'* kan uitvoeren, waaronder het recht *'to operate the debtor's business'* (§§ 1107 en 1108 Bankruptcy Code). De moeder kan daarmee als *'debtor in possession'* transacties in de *'ordinary course of business'* (waaronder het aantrekken van financiering) aangaan en kan, met toestemming van de rechter, voor het concernonderdeel transacties en zekerheden aangaan die niet tot de normale bedrijfsvoering horen (§§ 363 en 364 Bankruptcy Code).⁶⁶⁶ Bij liquidatie kunnen de schuldeisers via de vergadering van schuldeisers een *'trustee'* aanwijzen. Een schuldeiser heeft daarbij een stemrecht bij de keuze voor een *'trustee'* als deze een opeisbare vordering heeft, geen tegengesteld belang heeft ten opzichte van een zekerheidsnemer en geen *'insider'* is (§ 701 Bankruptcy Code). De *'trustee'* moet onder andere i) zorgen dat alle betalingen worden ontvangen, ii) een financieel onderzoek uitvoeren en iii) uiteindelijk een rapport opmaken (§ 703 Bankruptcy Code). De vergadering van schuldeisers kan een commissie van 3 – 11 schuldeisers aanwijzen die met de *'trustee'* kunnen consulteren en de *'trustee'* van advies kunnen voorzien (§ 705 Bankruptcy Code). Met toestemming van de rechter kan een *'trustee'* voor een beperkte periode de bedrijfsactiviteiten van de failliete onderneming voortzetten (§ 721 Bankruptcy Code). Uiteindelijk moet de *'trustee'* de boedel verdelen in de volgorde zoals opgenomen in § 726 Bankruptcy Code. De moeder heeft bij een liquidatie als bestuurder van het concernonderdeel geen zeggenschap meer.

⁶⁶⁶ Zie ABI-report 2014, p. 135 – 138 waarin aanbevelingen staan voor het aanpassen van regels voor goedkeuring van transactie buiten de normale bedrijfsvoering. Zie ook Wessels en De Weijts 2015 over de voorstellen van de ABI voor hervorming van de *Chapter 11* procedure.

Verenigd Koninkrijk

In het VK kan bij faillissement van een concernonderdeel een ‘*administrator*’ de zeggenschap over een concernonderdeel overnemen. Het concernonderdeel hoeft dan niet te worden geliquideerd en kan onder leiding van de ‘*administrator*’ economische activiteiten blijven uitvoeren. De aanstelling van een ‘*administrator*’ brengt mee dat de moeder van haar taken als bestuurder van een concernonderdeel wordt ontheven.⁶⁶⁷ De moeder is daarmee haar zeggenschap kwijt. De ‘*administrator*’ moet zorgen dat de schuldeisers van een concernonderdeel in een betere positie komen dan bij een liquidatie.⁶⁶⁸ De doelstellingen die een ‘*administrator*’ moet behalen zijn opgenomen in B1 para 3 Insolvency Act 1986. De ‘*administrator*’ moet zorgen dat: 1) de onderneming als ‘*going concern*’ door kan gaan, 2) de positie van de gezamenlijke schuldeisers verbetert in vergelijking met de liquidatie of 3) met de verkoop van activa de vorderingen van de preferente schuldeisers en zekerheidsnemers worden betaald. De ‘*administrator*’ moet de doelstellingen in de genoemde volgorde kunnen bereiken, tenzij bepaalde doelstellingen niet realistisch zijn.⁶⁶⁹ De ‘*administrator*’ kan beschikken over alle activa van de onderneming, is vertegenwoordigingsbevoegd⁶⁷⁰ en kan alles doen wat nodig is om het management van het concernonderdeel te voeren. Een aantal partijen kan zonder tussenkomst van de rechter een ‘*administrator*’ aanwijzen die dan de bovengenoemde taken uit kan voeren. De moeder kan dit in haar hoedanigheid als bestuur van het concernonderdeel. Daarnaast kan een zekerheidsnemer met een gekwalificeerde ‘*floating charge*’ een ‘*administrator*’ aanstellen. Een schuldeiser heeft een dergelijke zekerheid als de ‘*floating charge*’

⁶⁶⁷ Wood 2007, p. 382 – 383, Goode 2011, p. 343, Goode 2016, p. 862 e.v. of Wessels en De Weijts 2015.

⁶⁶⁸ Goode 2011, p. 393 of Goode 2016, p. 862 e.v.

⁶⁶⁹ Goode 2010, p. 929, Goode 2011, p. 400 of Goode 2016, p. 862 e.v.

⁶⁷⁰ Goode 2010, p. 930 en Goode 2011, p. 453. Goode schrijft: ‘*the administrator is not subject to the control of the company or directors but on the contrary controls the company*’.

relates to the whole or substantial the whole of the companies property' (Sch. B1 para 14 Insolvency Act 1986). Hieraan is voldaan als een schuldeiser meerdere *'floating charges'*, *'charges'* of andere zekerheden heeft die zijn gekoppeld aan een substantieel deel van de activa van een concernonderdeel. Als de bank een dergelijke zekerheid heeft verkregen dan is de bank daarmee *'master of the out-of-court-appointments'*.⁶⁷¹ Andere partijen zoals de moeder als bestuur van een concernonderdeel moeten dan aan de bank toestemming vragen om zelf een *'administrator'* aan te wijzen. Verder kan de moeder zelf geen *'administrator'* meer aanwijzen als de houder van een gekwalificeerde *'floating charge'* al een *'administrator'* heeft benoemd. In het VK heeft dus vooral de bank met een gekwalificeerde *'floating charge'* sterke controlerechten bij herstructurering van een concernonderdeel. De positie van de moeder is minder sterk en de moeder heeft niet de mogelijkheid om bij een herstructurering de zeggenschap te houden.

In het VK bestaan tevens verschillende regelingen voor schuldeisers die gericht zijn op het bereiken van een akkoord bij insolventie. Dit zijn de *'Scheme of arrangement'* en de *'Company Voluntary Arrangement'* (hierna: CVA).⁶⁷² Vooral de eerste regeling wordt bij herstructureringen veel gebruikt.⁶⁷³ Dit is een regeling die is opgesteld door verschillende klassen van schuldeisers waarbij een rechter uiteindelijk de regeling vaststelt (s. 899 CA 2006). De CVA is een regeling in het faillissementsrecht die de bestuurder met de concurrente schuldeisers kan treffen (s. 1 e.v. IA 1986). De CVA geldt, in tegenstelling tot de *'Scheme of arrangements'*, niet voor zekerheidsnemers, maar is minder complex dan de

⁶⁷¹ Goode 2011, p. 417 – 420. Goode geeft nog aan dat banken vanwege mogelijke reputatieschade vaak niet zelf een *'administrator'* aanwijzen, maar indirect wel invloed uitoefenen op de benoeming ervan.

⁶⁷² Zie Veder, Booms en Pannevis 2013, p. 14 – 17 en Tollenaar 2016.

⁶⁷³ Zie Veder, Booms en Pannevis 2013, p. 14. Tollenaar 2016 schets wel een aantal kritiekpunten van de regeling zoals de hoge kosten, het ontbreken van bepaalde minimumeisen en het gebrek om een akkoord af te dwingen bij tegenstemmende klassen schuldeisers.

Scheme.⁶⁷⁴ Wat de liquidatie ('*winding up*') van een onderneming betreft geldt in het VK het volgende. Een onderneming die op grond van de Companies Act is geregistreerd kan op vrijwillige basis worden geliquideerd of door de rechter (s. 73 Insolvency Act 1986). Een vrijwillige liquidatie is mogelijk voor zover de onderneming nog solvent is (s. 84 Insolvency Act 1986). Een onvrijwillige liquidatie vindt onder andere plaats als een onderneming niet meer in staat is om de schulden te voldoen (ss. 122 en 123 Insolvency Act 1986). Een verzoek tot liquidatie kan aan de rechter worden gedaan door de onderneming zelf, een bestuurder of een schuldeiser (s. 124 Insolvency Act 1986). Nadat een rechter tot liquidatie bevolen heeft maakt de '*official receiver*' of de '*liquidator*' een rapport waarin alle activa staan en waarin een lijst van schuldeisers is opgenomen (s. 131 Insolvency Act 1986). Het uiteindelijke doel is om de boedel te verdelen onder de gezamenlijke schuldeisers op grond van de voorrangspositie zoals dat wettelijk is vastgelegd (s. 143 Insolvency Act 1986).

Duitsland

In Duitsland kunnen schuldeisers gebruik maken van de mogelijkheden van het faillissementsrecht als deze een '*rechtliches interesse*' in een faillissement hebben (§ 14 Insolvenzverordnung). Deze ingangsdrempel is bedoeld om te voorkomen dat een schuldeiser op verkeerde gronden een faillissement aanvraagt, bijvoorbeeld om een concurrent uit te schakelen.⁶⁷⁵ Verder kan de moeder als bestuur van een concernonderdeel faillissement aanvragen (§ 15 InsO). In Duitsland hebben schuldeisers de mogelijkheid om met of zonder tussenkomst van de rechter een herstructurering mogelijk maken. De Duitse wetgever heeft als hoofddoel van het faillissementsrecht bepaald om '*die Gläubiger eines Schuldners gemeinschaftlich zu befriedigen*'.⁶⁷⁶ De vraag die is of dit doel beter te bereiken is

⁶⁷⁴ Zie Veder, Booms en Pannevis 2013, p. 15 - 17.

⁶⁷⁵ Schmidt en Uhlenbruck 2009.

⁶⁷⁶ Schmidt en Uhlenbruck 2009.

door de boedel te verdelen of om een insolventieplan gericht op herstructurering op te stellen (§§ 1 en 217 InsO). Verschillende partijen kunnen het initiatief nemen voor het opstellen van een insolventieplan. De ‘*Verwalter*’ (curator) kan hiertoe het initiatief nemen, maar ook de schuldeisers (§ 218 Abs. 1 InsO). Alleen de rechter kan een ‘*Verwalter*’ aanstellen voor zover de rechter het nodig acht voor de afwikkeling van het faillissement (§ 218 Abs. 1 InsO). Het is dus niet aan de moeder, de gezamenlijke schuldeiser of de zekerheidsnemers om wel of geen ‘*Verwalter*’ aan te stellen. De ‘*Verwalter*’ hoeft een insolventieplan niet aan de rechter voor te leggen, tenzij de gezamenlijke schuldeisers dit eisen (§ 218 Abs. 2 InsO). De gezamenlijke schuldeisers hebben uiteindelijk een beslissende stem over het plan (§§ 235 InsO e.v.). De uitvoering van het insolventieplan mag niet met zich meebrengen dat één of meerdere schuldeiser in een slechtere positie komen dan in een vergelijkende situatie zonder insolventieplan. In de formele insolventieprocedure is de ‘*Schutzschirmverfahren*’ ingevoerd. Deze regeling is bedoeld om de totstandkoming van akkoorden te bevorderen en geeft de onderneming tijdelijke bescherming tegen (dreigende) verhaalsmogelijkheden. Onder toezicht van een ‘*Sachverwalter*’ kan het concernonderdeel binnen een periode van drie maanden een herstructureringsplan voorbereiden (§§ 270 en 270b InsO – ‘*Eigenverwaltung*’).⁶⁷⁷ De rechter kan eventueel voorlopige maatregelen treffen, zoals het schorsen van executiemogelijkheden (§ 21 InsO). Bij liquidatie van een onderneming maakt de ‘*Verwalter*’ een lijst van vorderingen op en wordt de boedel verdeeld in de volgorde zoals dat wettelijk is vastgelegd. (§ 188 InsO). Met toestemming van de rechter kan de ‘*Verwalter*’ uiteindelijk overgaan tot de eindverdeling (§ 196 InsO).

In Duitsland bestaat de mogelijkheid⁶⁷⁸ voor een gecoördineerde afwikkeling van een faillissement in groepsverband waarbij de rechter (‘*Gruppen-*

⁶⁷⁷ Zie Wessels en De Weijs 2015.

⁶⁷⁸ In § 3a InsO staat hierover: “*Auf Antrag eines Schuldners, der einer Unternehmensgruppe (..) angehört (gruppenangehöriger Schuldner), erklärt sich das angerufene Insolvenzgericht für die*

Gerichtstand’) één curator kan aanstellen (§§ 3a en 56b InsO). Verder geldt in het Duitse recht dat rechters en curatoren die binnen een groep opereren moeten samenwerken (§§ 269a en 269b InsO). Voor zover nodig kan een ‘*Koordinationsverfahren*’ worden gestart waarbij een coördinerend rechter en curator worden aangesteld (§§296d en 269e InsO). De coördinerend curator kan een plan opstellen voor een gecoördineerde afwikkeling van de faillissementen binnen de groep die een rechter kan bekrachtigen (§§296f en 269h InsO). In dat plan moet in ieder geval staan op welke manier is omgegaan met belangentegenstrijdigheden binnen de groep of op welke manieren verschillende curatoren afspraken met elkaar hebben gemaakt (§269e InsO).

Nederland

In Nederland kan de moeder als bestuur van een concernonderdeel of één of meer van de schuldeisers van een concernonderdeel een faillissement aanvragen (artikel 1 lid 1 Fw). De hoogte van de vordering van een schuldeiser is daarbij niet relevant, zolang de schuldeiser maar wel een onbetaalde vordering heeft. Daarnaast moeten andere schuldeisers steunvorderingen hebben (artikel 1 jo. artikel 6 Fw). Een steunvordering hoeft niet opeisbaar te zijn en de schuldeiser van een steunvordering hoeft niet op betaling van de vordering aan te dringen.⁶⁷⁹ In haar hoedanigheid als bestuur van een concernonderdeel kan de moeder een surseance van betaling aanvragen als de moeder voorziet dat het concernonderdeel de opeisbare schulden niet meer kan betalen (artikel 214 lid 1 Fw). Deze regeling brengt een algemeen uitstel van betaling van alle vordering met zich mee als doel om de moeder de tijd te gunnen om zaken op orde te stellen. Wood beschrijft de Nederlandse regeling als een ‘*breathing space*’ die een onderneming kan creëren

Insolvenzverfahren über die anderen gruppenangehörigen Schuldner (Gruppen-Folgeverfahren) für zuständig, (...)”

⁶⁷⁹ Mon. Privaatrecht 2 (Buchem – Spapens/Pouw) 2013, p. 9-10 of Polak / Pannevis, *Insolventierecht* 2022/3.2.

om tot een doorstart te komen.⁶⁸⁰ Een surseance brengt wel mee dat de zeggenschap van de moeder is beperkt. De moeder kan niet meer zelf besluiten over de bedrijfsvoering nemen, maar heeft toestemming van een aangestelde bewindvoerder nodig. De schuldeisers kunnen tijdens de surseance hun eigen vordering niet afdwingen en alle belegde beslagen vervallen (artikel 230 Fw). Het concernonderdeel kan deze schuldeisers wel betalen, maar alleen met toestemming van de bewindvoerder en in evenredigheid tussen alle schuldeisers.⁶⁸¹ Voor zekerheidsnemers gelden uitzonderingen. De beperkingen in de surseance gelden niet voor executies en beslagen van vorderingen die een schuldeiser met voorrang moet betalen, zoals bij executie van zekerheidsrechten (artikel 230 lid 3 Fw).

De moeder heeft in Nederland dus via de regeling van de surseance de mogelijkheid om enige zeggenschap over een concernonderdeel te behouden. Bij faillissement neemt de curator haar taak over om namens de gezamenlijke schuldeisers de failliete boedel te beheren. In de Wet Homologatie Onderhands Akkoord (WHOA), die op 1 januari 2021 in werking is getreden, is geregeld dat het bestuur met de schuldeisers en aandeelhouders voorafgaand aan een faillissement een akkoord kan sluiten over het wijzigen van de onderlinge rechten. Het uitgangspunt is de economische waarde van de onderneming in plaats van de verkoopwaarde van de afzonderlijke activa.⁶⁸² Het initiatief en de regie moet zoveel mogelijk bij de onderneming, oftewel de moeder als bestuurder, liggen.⁶⁸³ Dat betekent dat de moeder voorafgaand aan een faillissement de ruimte krijgt om

⁶⁸⁰ Wood 2007, p. 157. Zie ook of Polak/Pannevis, *Insolventierecht* 2022/21.1. e.v, Van Veldhuizen en Straathof 2017 of Huizink, *Insolventie* 2021/ par. 3.3.

⁶⁸¹ Mon. Privaatrecht 2 (Buchem – Spapens/Pouw) 2013, p. 127, Polak/Pannevis, *Insolventierecht* 2022/ 21.5.1. of Huizink, *Insolventie* 2021/ par. 3.3.

⁶⁸² Zie p. 1 en 15 van het Voorstel WCO II. Dit wetsvoorstel heeft uiteindelijk geleid tot de WHOA.

⁶⁸³ Zie p. 1 en 12 van het Voorstel WCO II. De Nederlandse regering zoekt daarmee een balans tussen de ‘*Scheme of arrangement*’ zoals dat geldt in het VK en de Amerikaanse Chapter 11. Een nadeel van de Amerikaanse regeling is namelijk dat de procedures lang duren en dat de rechterlijke betrokkenheid te groot is.

een regeling met de schuldeisers te treffen. Daarbij moeten de schuldeisers in verschillende categorieën worden ingedeeld. De moeder moet eerst proberen om met de schuldeisers een minnelijke regeling te treffen. Het idee is dat de verschillende schuldeisers over de plannen met elkaar van gedachten wisselen en erover kunnen stemmen. Als de partijen er onderling niet uitkomen kan de rechter alsnog een akkoord vastleggen of homologeren.⁶⁸⁴ De moeder kan van de mogelijkheden van de WHOA gebruik maken als redelijkerwijs aannemelijk is dat het concernonderdeel niet kan voortgaan met het betalen van zijn schulden en een faillissement niet is af te wenden (artikel 370 Fw). Het akkoord kan voor de schuldeisers betekenen dat zij hiermee een beter resultaat bereiken dan bij een faillissement.⁶⁸⁵ Als de moeder de voorbereidingen voor het sluiten van een akkoord start en de moeder een akkoord aanbiedt of binnen een periode van drie maanden tot een akkoord denkt te komen kan de moeder een afkoelingsperiode door de rechter laten bekrachtigen (artikel 376 Fw). Het gevolg hiervan is onder andere dat verhaal op de activa van het concernonderdeel tijdelijk niet mogelijk is (artikel 376 lid 2 Fw). Als tenminste één klasse van schuldeisers heeft ingestemd met het akkoord dan kan de moeder de rechter verzoeken het akkoord te bekrachtigen (artikel 383 Fw). De rechter kan het akkoord afwijzen als voldaan is aan een van de genoemde gronden in artikel 384 Fw, bijvoorbeeld als blijkt dat de nakoming onvoldoende is gegarandeerd of als de belangen van de gezamenlijke schuldeisers bij nieuwe financiering wezenlijk worden geschaad. Ook kan de rechter op verzoek van een stemgerechtigde schuldeiser of aandeelhouder die niet hebben meegestemd afwijzen als summierlijk blijkt dat deze partijen met het akkoord slechter af zijn dan bij een vereffening van het vermogen bij faillissement (artikel 384 lid 3 Fw). Dit staat wel bekend als de *'best interest of creditors-test'*.

⁶⁸⁴ Zie bijvoorbeeld Harmsen & Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht* (R&P nr. InsR18) 2021/1.3. en 2.

⁶⁸⁵ Zie bijvoorbeeld Harmsen & Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht* (R&P nr. InsR18) 2021/1.5.1, 1.5.2. en 2.

⁶⁸⁶ Het gehomologeerde akkoord is uiteindelijk verbindend voor het concernonderdeel als schuldenaar en de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders (artikel 385 Fw). Het akkoord brengt daarmee wijziging in de rechten van de rechten van de rechten van de schuldeisers met zich mee (artikel 370 lid 1 Fw).

In de WHOA is tevens de mogelijkheid opgenomen om tot een groepsherstructurering te komen. De verschillende concernonderdelen kunnen een rechter vragen alle WHOA-verzoeken van de concernonderdelen gezamenlijk te behandelen (artikel 369 lid 8 Fw). Het akkoord kan tevens voorzien in de wijziging van de rechten van de schuldeisers van de concernonderdelen (artikel 372 Fw). Dit staat gelijk aan een administratieve samenvoeging van de verschillende procedures waarbij de rechter over kan gaan op een gezamenlijke behandeling van de verzoeken (artikel 379 Fw).⁶⁸⁷ De regeling staat niet gelijk aan een geconsolideerde afwikkeling of akkoord als ware het een enkele boedel. Uiteindelijk kan de rechter beslissen om een akkoord te homologeren voor de gehele groep.⁶⁸⁸ Een mogelijkheid is tevens om een voorstel uit te werken voor herstructurering voor de concerngaranties (artikel 372 Fw).⁶⁸⁹

⁶⁸⁶ Zie bijvoorbeeld Harmsen & Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (R&P nr. InsR18)* 2021/8.3.1.

⁶⁸⁷ Zie bijvoorbeeld Harmsen & Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (R&P nr. InsR18)* 2021/8.3.1. De verzoeken worden niet samengevoegd, maar zijn nog steeds afzonderlijke verzoeken.

⁶⁸⁸ Zie bijvoorbeeld Harmsen & Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (R&P nr. InsR18)* 2021/8.3.6. en 8.3.7. Op deze manier is een ‘*joint administration*’ mogelijk zoals die ook al in de VS gangbaar is.

⁶⁸⁹ Zie hierover Pepels 2020.

9.2.3 Faillissementsrecht in internationaal verband

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In welke mate zijn er verschillen in recht tussen de landen in de EU mede in vergelijking met de juridische ordening in de VS?
- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?
- In welke mate ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht?

De bovenstaande korte schets van het faillissementsrecht van de verschillende landen op hoofdlijnen laat zien dat er verschillen in recht zijn waarbij ik kort ben ingegaan op de afweging van de verschillende landen. In de VS zijn deze transactiekosten er niet omdat hier een federaal faillissementsrecht geldt. Voor een internationaal opererende partij ontstaan dus in de EU transactiekosten vanwege een verschil in recht. Deze partij kan te maken krijgen het met faillissementsrecht van verschillende landen. In deze paragraaf ga ik na in hoeverre het toepasselijke faillissementsrecht voor een internationaal opererende partij volstrekt voorzienbaar is. Zo ja, dan kan deze partij in ieder geval de kosten en risico's van een faillissement vooraf inschatten en hier rekening mee houden. Ik ga eerst in op de mate van voorzienbaarheid van het toepasselijke faillissementsrecht bij een rechtspersoon en daarna bij een rechtspersoon die in een concern opereert. Tevens ga ik kort in op de beperkte mogelijkheden tot rechtskeuze voor de moeder. Met een vrije rechtskeuze kan de moeder kiezen voor een eenduidig toepasselijk faillissementsrecht voor het gehele concern. Daarmee zou de moeder de transactiekosten vanwege een verschil in recht weg kunnen nemen.

9.2.3.1 Toepasselijke faillissementsrecht

Om het toepasselijke faillissementsrecht in de EU te bepalen zijn in de Europese Insolventieverordening (hierna: EIV) verwijzingsregels opgenomen. Hieronder beschrijf ik op hoofdlijnen de regels van de EIV. In de volgende paragraaf ga ik in meer detail in op de wijze waarop het toepasselijke recht wordt

bepaald. Aan de hand van die beschrijving kan ik aangeven op welke wijze het toepasselijke faillissementsrecht wordt bepaald voor de verschillende concernonderdelen.

Als hoofdregel geldt dat het faillissementsrecht van toepassing is van de lidstaat waar een insolventieprocedure wordt geopend (artikel 7 EIV⁶⁹⁰). Dit is de hoofdprocedure. In het toepasselijke faillissementsrecht staan de voorwaarden voor het openen van een faillissementsprocedure, het verdere verloop en de beëindiging van de faillissementsprocedure, de bevoegdheden van de curator, de gevolgen en beëindiging van een faillissement waaronder het sluiten van een akkoord door de gezamenlijke schuldeisers (artikel 7 lid 2 EIV). Dat betekent dus dat een insolventiefunctionaris op grond van het toepasselijke recht van de hoofdprocedure het beheer over de failliete boedel krijgt. Deze kan met toepassing van dit recht overgaan tot liquidatie van een onderneming, maar ook tot herstructurering. Op dat laatste kom ik later in dit hoofdstuk nog op terug. De gevolgen van de hoofdprocedure hebben een internationale werking en de rechters in andere lidstaten moeten het toepasselijke recht van de hoofdprocedure erkennen (artikelen 19 en 20 EIV). Dit heeft als gevolg dat de curator ook in een andere lidstaat de bevoegdheden mag uitvoeren die hij of zij op grond van het toepasselijke faillissementsrecht heeft.

Naast de hoofdprocedures kan een schuldeiser een zogenoemde territoriale of secundaire procedure starten. Aan deze procedure zitten beperkingen. De secundaire procedure is alleen mogelijk als de schuldenaar een vestiging in de lidstaat heeft waar een schuldeiser de secundaire procedure wil openen. Een schuldeiser kan alleen een secundaire procedure openen voordat de

⁶⁹⁰ De EIV is vervangen door de EIV die geldt voor alle insolventieprocedures die na 26 juni 2017 zijn geopend.

hoofdprocedure is gestart (artikel 34 EIV).⁶⁹¹ Een insolventiefunctionaris van de hoofdprocedure is bevoegd een secundaire procedure te starten (artikel 37 EIV). Dat betekent dat deze functionaris onder het toepasselijke recht van de lidstaat waar de secundaire procedure is geopend de activa die zich op het grondgebied van die lidstaat bevinden kan verkopen en de opbrengsten kan verdelen. De insolventiefunctionaris kan gaan samenwerken met de insolventiefunctionaris die binnen de secundaire procedure opereert.⁶⁹² Om de grensoverschrijdende afhandeling van faillissementen te bevorderen is in de EIV de mogelijkheid opgenomen van een zogenoemde synthetische secundaire procedure. Dit betekent dat de insolventiefunctionaris van de hoofdprocedure kan toezeggen dat deze de opbrengsten van de verkoop van de activa in die lidstaat verdeelt conform het toepasselijke recht in die lidstaat (artikel 36 EIV). Een voorwaarde is dat de insolventiefunctionaris is goedgekeurd door de bekende plaatselijke schuldeisers (artikel 36 lid 5 EIV). Dit zijn de schuldeisers van wie de vorderingen jegens een schuldenaar voortvloeien uit of verband houden met de exploitatie van een vestiging die in een andere lidstaat is gelegen dan de lidstaat waar zich het centrum van de voornaamste belangen van de schuldenaar bevindt (artikel 2 lid 11 EIV). Het staat de schuldeisers uit de andere lidstaten vrij om alsnog een secundaire procedure aan te vragen. De rechter zal een dergelijk verzoek afwijzen als deze zich ervan heeft vergewist dat de toezegging de algemene belangen van de plaatselijke schuldeisers adequaat beschermt (artikel 38 lid 2 EIV). Van der Schee en Muller⁶⁹³ merken over de regeling op dat het instrumentarium van een insolventiefunctionaris van de hoofdprocedure hiermee is verbeterd. Een nadeel

⁶⁹¹ Zie Berends 2005 p. 212, Wessels, *Wessels Insolventierecht X-II* 2017/10822 e.v, Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 2.9. of Polak/Pannevis, *Insolventierecht* 2022/19.2.4.

⁶⁹² Zie bijvoorbeeld Van der Schee en Muller 2018 met een beschrijving van de verschillende nadelen. Zie ook Wessels, *Wessels Insolventierecht X-II* 2017/10836b e.v, Van Galen 2017 of Polak/Pannevis, *Insolventierecht* 2022/19.2.4.

⁶⁹³ Van der Schee en Muller 2018.

dat zij terecht aandragen is dat het voor die insolventiefunctionaris tijd kost om tot een dergelijk akkoord te komen, tijd die er vaak niet is. Zolang het akkoord er niet is loopt de insolventiefunctionaris het risico dat een andere schuldeiser een secundaire procedure opent. Net als bij de uitwinning van zekerheden (daar kom ik later in dit hoofdstuk op terug) geldt ook hier dat een vorm van een afkoelingsperiode of een ‘*automatic stay*’ nodig kan zijn dat ook moet gelden voor buitenlandse vestigingen.⁶⁹⁴ Een dergelijke afkoelingsperiode of ‘*automatic stay*’ tast de belangen van de plaatselijke schuldeisers niet aan. Zij behouden dezelfde rechten als bij een akkoord. Het geeft de insolventiefunctionaris de tijd om een strategie uit te werken voor een zo efficiënt mogelijke afwikkeling van het faillissement van buitenlandse vestigingen.

Voor de rechten van de zekerheidsnemers gelden uitzonderingen. De zekerheidsrechten blijven namelijk onverlet als deze zijn gevestigd op activa die zich op het moment van het openen van het faillissement in een andere lidstaat bevinden dan in de lidstaat waar de rechter een hoofdprocedure opent (artikelen 8 en 10 EIV). Wel is opgenomen dat, ondanks het toepasselijke recht op zekerheden, de curator een vordering op grond van een faillissementspauliana kan instellen (artikel 8 lid 4 en artikel 10 lid 3 EIV). Het toepasselijke recht voor zekerheidsnemers wordt dan bepaald op grond van het IPR voor zekerheidsrechten (zie hoofdstuk 10). Daarbij geldt dat het begrip ‘*zakelijk recht*’ geen autonoom Europees begrip is. De vraag of sprake is van een dergelijk recht hangt af van het recht dan de lidstaten.⁶⁹⁵ De beschermingsclausule voor zekerheidsnemers uit de EIV vindt haar grondslag in de bescherming van het economische verkeer en de bevordering van de rechtszekerheid, vooral omdat zekerheden bij verlenen van kredieten van groot belang zijn (overweging 25 EIV (oud)). Veder legt uit dat het hier om een ruime uitzondering gaat en dit een vrij sterke bescherming van de zekerheidsnemers biedt. De bescherming gaat zelfs verder dan de positie die zij

⁶⁹⁴ Van der Schee en Muller 2018.

⁶⁹⁵ Polak/Pannevis, *Insolventierecht* 2022/19.2.6.1.

mogelijk in hun eigen lidstaat zouden hebben. Deze ‘*excessieve*’ bescherming is volgens Veder echter een bewuste keuze geweest.⁶⁹⁶ Bij de wijziging van de EIV is de bepaling is de uitzondering voor zekerheidsnemer in stand gelaten. Volgens Van Galen⁶⁹⁷ is dit een gemiste kans, omdat ook voor zekerheidsnemer vooraf voldoende duidelijk is welk faillissementsrecht van toepassing is en er geen rechtvaardiging is voor deze uitzonderingspositie. Bij mijn bespreking over herstructurering kom ik nog terug op de positie van de zekerheidsnemer.

Het uitgangspunt is dus dat het faillissementsrecht van toepassing is van de lidstaat waar de hoofdprocedure is geopend. In de volgende paragraaf beschrijf ik de voorwaarden voor het openen van een hoofdprocedure.

9.2.3.2 Centrum van voornaamste belangen

Een schuldeiser kan een hoofdprocedure starten in de lidstaat van de plaats waar de schuldenaar is gelegen (artikel 3 lid 1 EIV).⁶⁹⁸ De vestigingsplaats van een schuldenaar is dus leidend. De lidstaat waar de schuldenaar is gevestigd is het centrum van voornaamste belangen (hierna: CVVB) van de schuldenaar. Het CVVB moet voor toepassing van de EIV wel in de EU liggen. Voor een schuldenaar die haar CVVB in de VS heeft gelden de bepalingen van de EIV dus niet (overweging 14 EIV (oud)). De EIV is wel van toepassing op een rechtspersoon die op grond van bijvoorbeeld het recht van Delaware is opgericht en in de EU haar CVVB heeft (zie ook overweging 25 EIV).

⁶⁹⁶ Veder 2009, p. 300 – 310.

⁶⁹⁷ Van Galen 2017. Zie ook Wessels, *Wessels Insolventierecht X-II* 2017/10639 e.v. voor een uitgebreide bespreking van de uitzondering voor zekerheidsrechten.

⁶⁹⁸ Bepalend is de plaats van vestiging op het moment waarop een aanvraag voor een insolventieprocedure bij de rechter is ingediend (HvJ van 24 maart 2002, zaak C – 723/20 (Galapagos)).

In de EIV is ‘*helaas*’⁶⁹⁹ geen definitie van het CVVB opgenomen. Voor rechtspersonen geldt als rechtsvermoeden dat dit de plaats van de statutaire zetel is (artikel 3 lid 1 EIV), maar hier is wel tegenbewijs mogelijk. Binnen een concern is het CVVB de plaats waar het concernonderdeel is opgericht. Voor het concernonderdeel dat op grond van het Nederlandse recht is opgericht geldt als rechtsvermoeden dat het CVVB in Nederland ligt. Voor een concernonderdeel dat naar Duits recht is opgericht geldt het rechtsvermoeden dat het CVVB in Duitsland ligt. Het CVVB moet wel overeenkomen met de plaats waar de onderneming gewoonlijk het beheer over de ondernemingsbelangen voert en die daardoor als zodanig voor derden herkenbaar is (overweging 13 EIV (oud)). Volgens Wood⁷⁰⁰ kunnen verschillende factoren meespelen om het zwaartepunt van een onderneming, en dus het CVVB, te bepalen, zoals de plaats van vestiging van de bestuurders, plaats waar de bestuursvergaderingen normaliter plaatsvinden, toepasselijke vestiging voor de lopende contracten, plaats van de moeder, goedkeuring door de moeder of de belastingplicht van de onderneming. Schmidt en Uhlenbruck⁷⁰¹ beschrijven dat de beoordeling van de rechter over het CVVB niet zozeer moet gaan over de interne bepalingen binnen een rechtspersoon, maar vooral over externe factoren. Het CVVB moet voor schuldeisers te voorzien zijn waarbij de organisatiestructuur niet relevant is.⁷⁰² Voor derden moet uit een integrale beoordeling van alle relevante feiten voldoende verifieerbaar zijn waar het CVVB is gelegen (overwegingen 28 – 30 EIV). Als een rechtspersoon in andere lidstaten dan het CVVB wel economische activiteiten uitvoert dan kan dit

⁶⁹⁹ Zie de ro. 56 van de Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 10 maart 2011, zaak C-396/09 (Interedil).

⁷⁰⁰ Wood 2007, p. 902 – 909. Zie ook Wessels, *Wessels Insolventierecht X-II* 2017/10542 e.v. en Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 2.3.

⁷⁰¹ Schmidt en Uhlenbruck 2009, p. 1034 – 1036. Zie ook Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 2.3.

⁷⁰² Zie HvJ van 20 oktober 2011, zaak C-369/09 (Interedil) en de Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 10 maart 2011, zaak C-396/09 (Interedil). Zie ook HvJ van 16 juli 2020, zaak C-253/19.

duiden op een vestiging van een rechtspersoon. Een vestiging is elke plaats van handeling waar een onderneming met behulp van mensen en goederen een economische activiteit uitoefent die niet van tijdelijke aard is (artikel 2 lid 10 EIV). Een onderneming heeft een vestiging in een lidstaat als voor derden duidelijk is dat een onderneming een duurzame organisatie in een lidstaat heeft.⁷⁰³

De plaats van oprichting en de statutaire zetel van een rechtspersoon is zoals gezegd in beginsel leidend voor het vaststellen van het CVVB. Dit betekent dat de moeder door het verplaatsen van de statutaire zetel van het concernonderdeel kan bepalen welk faillissementsrecht van toepassing is bij een faillissement van het concernonderdeel, maar wel onder de voorwaarde dat dit voor derden voldoende duidelijk is. Daarmee heeft de moeder een zekere rechtskeuze voor het toepasselijke faillissementsrecht van elk concernonderdeel. Adv. Gen. Kokott⁷⁰⁴ merkt hierover op dat de vrijheid van vestiging nu eenmaal meebrengt dat bijvoorbeeld de moeder puur vanwege gunstige wetgeving de statutaire zetel van een concernonderdeel kan verplaatsten. Dit geldt net zo goed voor een keuze voor het toepasselijke faillissementsrecht. Principiële bezwaren voor een rechtskeuze voor het toepasselijke faillissementsrecht ziet Adv. Gen. Kokott niet, zolang de zetelverplaatsing voor derden maar voldoende duidelijk is.⁷⁰⁵ Het CVVB is daarmee een objectief criterium op grond waarvan schuldeisers op een eenvoudige manier het toepasselijke recht kunnen vaststellen. In de EIV is wel opgenomen dat frauduleuze en oneigenlijke forumshopping moet worden voorkomen (overweging 29 EIV). Zo mag de moeder het CVVB van een concernonderdeel niet drie

⁷⁰³ Zie HvJ van 20 oktober 2011, zaak C-369/09 (Interedil) en de Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 10 maart 2011, zaak C-396/09 (Interedil).

⁷⁰⁴ Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 10 maart 2011, zaak C-396/09 (Interedil).

⁷⁰⁵ Zie overweging 88 van de Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 10 maart 2011, zaak C-396/09 (Interedil). Zie ook Van Galen 2017 over de nadelen van COMI-verhuizingen vlak voor een faillissement. Zie ook Enriques en Gelter 2008 over de rechtskeuze bij faillissementen.

maanden voorafgaand aan het aanvragen van een insolventieprocedure verplaatsen (artikel 3 lid 1 EIV).

Het uitgangspunt binnen de EIV is dus de voorzienbaarheid van het CVVB voor schuldeisers als basis voor het toepasselijke recht. Het rechtsvermoeden van de plaats van de statutaire zetel van een concernonderdeel als bepalend criterium voor het CVVB is daarbij het uitgangspunt. Een schuldeiser kan makkelijk achterhalen wat de statutaire zetel van een concernonderdeel is en kan daarmee makkelijk inschatten welk faillissementsrecht van toepassing is. Voor zover het CVVB voor schuldeisers volstrekt duidelijk is heeft de moeder daarbij een bepaalde mate van rechtskeuze.

9.2.4 Uniformering van het faillissementsrecht in de EU

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

Hoewel het toepasselijke faillissementsrecht in voldoende mate is te voorzien blijft staan dat de regelingen in het faillissementsrecht tussen de landen verschillen. In elk land zijn in de wetgeving andere keuzes gemaakt over de zeggenschap bij een faillissement of herstructurering. In de EU is het nadrukkelijk aan de lidstaten om te bepalen op welke wijze de wetgever in deze lidstaten de belangen van de (binnen- en buitenlandse) schuldeisers bij faillissement wil beschermen. Dit is anders in de VS waar de partijen geen transactiekosten hoeven te maken vanwege een verschil in faillissementsrecht tussen de staten. Dat betekent dus dat in de EU transactiekosten bestaan vanwege een verschil in het faillissementsrecht die in de VS niet bestaan. Het ene land maakt in de Europa in dit rechtsgebied een andere afweging dan een ander land. In het VK weegt het belang van een zekerheidsnemer bijvoorbeeld relatief zwaar en in Duitsland het belang van de gezamenlijke

schuldeisers. Elk land kan die belangenafweging maken via het efficiëntie-criterium van Kaldor – Hicks. Vanuit het perspectief van een land betekent dit dat deze ervan uitgaat dat een efficiënte afweging van belangen is gemaakt. Het verschil in recht (en daarmee de bijbehorende transactiekosten) vloeit voort uit een verschil in de afweging van belangen in een ander land. Een voorbeeld is een zwaardere weging van het belang van een financier in het Engelse recht of een zwaardere weging van het belang van een leverancier in het Duitse recht. Als de Europese Commissie met een voorstel voor een efficiënt uniform materieel faillissementsrecht wil komen dan moet de Europese Commissie zelf een weging van bepaalde belangen maken en moet onderbouwen dat de afweging die bijvoorbeeld in Duitsland is gemaakt per saldo leidt tot een verlaging van de transactiekosten in vergelijking met de keuzes die in andere lidstaten zijn gemaakt. De Europese Commissie kan kiezen voor een regeling waarin het belang van een zekerheidsnemer prevaleert of een stelsel dat meer nadruk legt op de belangen van de concurrente schuldeisers. Stel dat de Europese Commissie kiest voor een stelsel waar het belang van de zekerheidsnemer prevaleert dan is dit een nadeel voor de concurrente schuldeisers in bijvoorbeeld Duitsland. Aan de andere kant levert dit een voordeel op voor de zekerheidsnemers in Duitsland die te maken krijgen met een betere bescherming. Een uniforme regeling in het faillissementsrecht zal daarmee leiden tot een verschuiving van de risico's (en dus transactiekosten) tussen partijen. Dit betekent niet noodzakelijkerwijs dat die uniforme regeling tot een efficiënte verdeling van transactiekosten leidt. In het Kaldor – Hicks criterium is immers sprake van efficiëntie als het voordeel van de ene partij per saldo groter is dan het nadeel van de andere partij.

Een voordeel van een uniform faillissementsrecht⁷⁰⁶ is daarentegen wel dat de transactiekosten vanwege een verschil in recht wegvallen. Dit is in het voordeel

⁷⁰⁶ Zie ook Ghio e.a. 2021 die betogen dat de faillissementswetgeving vanuit de lidstaten net zo goed naar elkaar toe kan groeien. Het is dus niet per se nodig dat de Europese Commissie met 'bottom up' voorstel voor harmonisering komt. Zie ook Diamant 2021.

van een internationaal opererende partij. Die hoeft in de hele Europese Unie uit te gaan van het eenduidige faillissementsrecht dat in elke lidstaat geldt en hoeft geen transactiekosten te maken om de verschillen in recht uit te zoeken. De Europese Commissie moet dan onderbouwen dat een uniforme regeling voor het faillissementsrecht nodig is voor de verzekering van de interne markt (artikel 114 jo. 26 VWEU).⁷⁰⁷ De Europese Commissie heeft al aangegeven dat zij het rechtsgebied op een gerichte wijze wil uniformeren om zo de voorspelbaarheid van de uitkomsten van een faillissement te vergroten.⁷⁰⁸ In een impact assessment van de Europese Commissie van 11 november 2020⁷⁰⁹ heeft de Europese Commissie aangegeven dat zij onder andere wil kijken naar uniformering van de wijze waarop een faillissement moet worden geopend, op welke manier partijen een faillissement kunnen ontlopen (*'avoidance actions'*), de verantwoordelijkheden van bestuurders, de positie van de zekerheidsnemers in relatie tot andere belanghebbenden, de capaciteit van rechters en het kunnen traceren van activa. Bij uniformering van deze gerichte onderwerpen vallen door uniformering de transactiekosten voor deze onderwerpen vanwege een verschil in recht weg. Met de voorstellen voor uniformering kiest de Europese Commissie voor het verbeteren van de voorzienbaarheid van die partij en niet voor uniformering van het gehele faillissementsrecht. Het effect is dat een internationaal opererende partij rekening met de verschillen in het recht kan gaan houden.

De Europese Commissie wil niet zover gaan dat alle transactiekosten vanwege een verschil in recht wegvallen. Voor de onderwerpen die de Europese Commissie niet wil uniformeren blijven die transactiekosten van de internationaal opererende partij bestaan. Het belang van deze internationaal opererende partij staat tegenover

⁷⁰⁷ COM (2015) 468 def, p. 24.

⁷⁰⁸ COM (2020) 590 def. Zie ook Diamant 2021.

⁷⁰⁹ Zie [Insolventierecht: nationale wetgevingen beter op elkaar afstemmen om grensoverschrijdende investeringen aan te moedigen \(europa.eu\)](#) (bekeken in november 2021). Zie voor een beschrijving ook Diamant 2021.

het belang van een land dat soeverein via het faillissementsrecht een bepaalde belangenafweging wil maken en voor een bepaalde risicoverdeling tussen de betrokken partijen wil kiezen.⁷¹⁰ Nogmaals, het uitgangspunt van het afwegingskader voor efficiëntie gaat uit van een efficiënte keuze als blijkt dat het voordeel van de ene partij groter is dan het nadeel van een andere partij. Een keuze voor een volledig uniform faillissementsrecht zou efficiënt kunnen zijn als het voordeel van de internationaal opererende partij bij uniformering groter is dan het nadeel van de belangen die een lidstaat juist wil beschermen (bijvoorbeeld de leveranciers in Duitsland). Ik zie niet in hoe ik met mijn gekozen afwegingskader voor efficiëntie argumenten kan aandragen dat een uniform faillissementsrecht per saldo leidt tot meer efficiëntie of een betere verdeling van risico's. Het is aan de gezamenlijke lidstaten te bepalen in hoeverre zij hun soevereiniteit in het faillissementsrecht op willen geven met als reden de transactiekosten voor de internationaal opererende partij te verlagen.⁷¹¹ Als de lidstaten niet voor een uniforme regeling voor het faillissementsrecht kiezen moet de Europese Unie de transactiekosten van deze internationaal opererende partij vanwege een verschil in recht accepteren.

⁷¹⁰ Ghio e.a. 2021 vatten dit mooi samen: *'Member States tend to be quite protective of their national sovereignty over the regulation of sensitive policy areas, such as insolvency'*

⁷¹¹ Zie ook Dalhuisen 2021 die ingaat op een uniform Europees faillissementsrecht. Volgens hem gaat het niet zozeer om vraagstukken van internationaal privaatrecht waarmee toepasselijk recht moet worden bepaald, maar om het maken van Europese beleidskeuzes die moeten leiden tot een uniform faillissementsrecht. Zie ook Pistor 2019 die erop wijst dat vooral bij het faillissementsrecht landen veel waarde hechten aan een soevereine afweging van belangen.

9.2.5 Faillissement in concernverband

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?

9.2.5.1 Toepasselijk faillissementsrecht bij internationale concerns

Bij een internationaal concern waarvan de moeder de bestuurder is zal zij doorgaans het feitelijke bestuurscentrum van de concernonderdelen vormen, terwijl de statutaire zetels van de dochters zich in andere lidstaten bevinden (zie ook hoofdstuk 3). Zoals ik hierboven al heb aangegeven geldt bij een concernonderdeel als rechtsvermoeden dat haar CVVB zich in de lidstaat van de statutaire zetel bevindt. De vraag is nu of het rechtsvermoeden van de statutaire zetel van het concernonderdeel terzijde moet worden geschoven als duidelijk is dat de moeder als bestuurder de feitelijke leiding voert.⁷¹² De vraag is of de gewone verblijfplaats van de moeder bepalend is of de statutaire zetel van de dochter als rechtspersoon voor het vaststellen van het CVVB. Het HvJ heeft zich over deze vraag uitgelaten in de zaak Eurofood.⁷¹³ De moeder was een Italiaanse holding die in Italië was gevestigd (Parmalat) met een dochter in Ierland (Eurofood) waarbij de moeder alle aandelen in handen had en de overwegende zeggenschap (niet zijnde bestuurder) had doordat de moeder bevoegd was om bestuurders te benoemen het beleid van het concernonderdeel kan bepalen en in feite bepaalt. De taak van Eurofood bestond vooral uit de financiering van andere rechtspersonen in de groep. In beide lidstaten hadden de rechters een hoofdprocedure geopend, omdat beide rechters van mening waren dat het CVVB zich in hun lidstaat bevond. De Italiaanse rechter beargumenteerde dat het CVVB de plaats van vestiging van de moeder was. De Ierse rechter wilde zich beperken tot de statutaire zetel van de

⁷¹² Zie overwegingen 51 – 53 HvJ van 20 oktober 2011, zaak C-369/09 (Interedil).

⁷¹³ HvJ van 2 mei 2006, zaak C-341/04 (Eurofood).

dochter. Adv. Gen. Jacobs⁷¹⁴ benadrukte in deze zaak dat een schuldenaar slechts één CVVB kan hebben dat op grond van objectieve maatstaven te beoordelen moet zijn. De centrale vraag in concernverband is welke factoren bepalend zijn om het rechtsvermoeden van de statutaire zetel van het concernonderdeel als CVVB op te heffen. Ook voor een concernonderdeel is dit de plaats waar het concernonderdeel gewoonlijk het beheer over zijn belangen voert en dat voor schuldeisers kenbaar is.⁷¹⁵ Volgens Adv. Gen. Jacobs is de ‘*head office*’ functie van de moeder onvoldoende om dit rechtsvermoeden op te heffen. De vestigingsplaats van de moeder is vaak gekozen vanuit fiscale overwegingen en is voor derden niet altijd kenbaar. De EIV gaat daarnaast niet over het reguleren van concernverbanden en de afwikkeling van faillissementen in concerns. Bepalend is dat een schuldeiser vooraf bij het aangaan van het contract moet kunnen nagaan welk faillissementsrecht van toepassing is. In de woorden van het HvJ moet een schuldeiser het toepasselijke faillissementsrecht kunnen voorzien.⁷¹⁶ De feitelijke zeggenschap door de moeder is onvoldoende transparant en in strijd met de rechtszekerheid.⁷¹⁷ In deze zaak handelde het concernonderdeel Eurofood als een zelfstandige rechtspersoon en was het voor derden onvoldoende duidelijk dat de moeder de feitelijke zeggenschap uitoefende. Adv. Gen. Jacobs gaf wel toe dat niet ondenkbaar is dat een moeder op het moment van het sluiten van een contract met derden (dus niet in retrospect) een dermate duidelijke zeggenschap uitoefent dat de CVVB toch de vestigingsplaats van de moeder is.⁷¹⁸ Het HvJ formuleerde het als volgt: ‘*Derhalve kan bij de bepaling van het centrum van de voornaamste*

⁷¹⁴ Zie overweging 100 van de Conclusie van Adv. Gen. Jacobs van 27 september 2005, zaak C-341/04 (Eurofood).

⁷¹⁵ Wood 2007.

⁷¹⁶ Zie overweging 33 van HvJ van 2 mei 2006, zaak C-341/04 (Eurofood).

⁷¹⁷ Zie overweging 124 van de Conclusie van Adv. Gen. Jacobs van 27 september 2005, zaak C-341/04 (Eurofood) en overweging 36 en 37 van HvJ van 2 mei 2006, zaak C-341/04 (Eurofood).

⁷¹⁸ Zie overweging 117, 118 en 120 van de Conclusie van Adv. Gen. Jacobs van 27 september 2005, zaak C-341/04 (Eurofood).

*belangen van een schuldplichtige vennootschap slechts worden afgeweken van het door de gemeenschapswetgever ingevoerde vermoeden dat dit haar statutaire zetel is, indien aan de hand van objectieve, voor derden verifieerbare factoren kan worden aangetoond dat de werkelijke situatie verschilt van die welke de aanknopng bij de statutaire zetel wordt geacht te weerspiegelen.*⁷¹⁹ Als blijkt dat het hoofdbestuur zich in dezelfde lidstaat bevindt als de lidstaat van de statutaire zetel dan is er geen reden te twifelen aan het rechtsvermoeden. Dit geldt bijvoorbeeld voor een Nederlands concernonderdeel dat naar Nederlands recht is opgericht en waar de moeder als bestuurder vanuit Nederland bestuurshandelingen verricht. De weerlegging van het rechtsvermoeden zoals geformuleerd in de EIV komt pas aan de orde wanneer de plaats van het hoofdbestuur zich, vanuit het perspectief van de schuldeiser bezien, niet in de lidstaat van de statutaire zetel bevindt. In dat geval is nodig om met objectieve factoren en een integrale evaluatie te bepalen waar het CVVB is gelegen.⁷²⁰ In mijn onderzoek ga ik uit van een moeder die tevens bestuurder is van de concernonderdelen. Het kan zijn dat de moeder in Nederland is gevestigd en als Nederlandse rechtspersoon bestuurder is van het concernonderdeel dat in Duitsland. De enkele plaats van de beslissingsmacht van de moeder (i.c. Nederland) is onvoldoende om het CVVB in Nederland te plaatsen. De waarneming van de leveranciers is immers cruciaal.⁷²¹ Als het concernonderdeel een Duitse rechtspersoon is dan kunnen derden in het handelsregister achterhalen dat de formele bestuurder in Nederland is gevestigd. Dit is voor derden een indicatie dat het CVVB in Nederland ligt. Voor zover dit voor derden onvoldoende duidelijk is kan de moeder het Duitse concernonderdeel als Nederlandse rechtspersoon oprichten om zo elke onzekerheid weg te nemen.

⁷¹⁹ Zie overweging 34 van HvJ van 2 mei 2006, zaak C-341/04 (Eurofood). Zie ook overweging 60 van de Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 10 maart 2011, zaak C-396/09 (Interedil) en HvJ van 20 oktober 2011, zaak C-396/09 (Interedil).

⁷²⁰ HvJ van 20 oktober 2011, zaak C-396/09 (Interedil).

⁷²¹ Zie ook Van Galen 2017.

Voor derden moet duidelijk zijn dat het CVVB in Nederland is gelegen. De moeder kan er daarmee voor zorgen dat het CVVB is gelegen in de plaats waar de moeder is gevestigd en heeft invloed op het toepasselijke faillissementsrecht.

9.2.5.2 Coördinatie van faillissementen van concernonderdelen

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

In concernverband kan de afweging over de wenselijkheid van uniforme regels in het faillissementsrecht anders zijn. De Europese Commissie wijst op inefficiënties in concernverband en heeft in december 2012 een aantal voorstellen gedaan in de EIV.⁷²² Volgens de Europese Commissie heeft de invoering van de EIV niet geleid tot harmonisering van de insolventiewetten en brengen de verschillen mee dat economische activiteiten verloren kunnen gaan, schuldeisers minder kunnen invorderen en dat schuldeisers uit verschillende landen ongelijk worden behandeld.⁷²³ De materiële verschillen in wetgeving kunnen leiden tot toenemende kosten en onzekerheid bij het beoordelen van de risico's van een investering in een andere lidstaat, versnipperde voorwaarden voor kredietverlening en verschillen in uitkeringspercentages. Dit kan onder andere leiden tot extra kosten bij herstructurering in concernverband.⁷²⁴ De Weijs wijst hierbij op het probleem van de 'anti-commons' bij faillissementen van groepen van

⁷²² COM (2012) 744 def.

⁷²³ COM (2012) 742 def, p. 2.

⁷²⁴ Zie p. 75 van de Commission staff working document of 30th September 2015 about an economic analysis on the Action Plan on building a capital markets union (SWD (2015) 183 final).

ondernemingen.⁷²⁵ Een curator van een rechtspersoon in de ene lidstaat kan de afwikkeling van een faillissement van een andere rechtspersoon in het concern in een andere lidstaat dan frustreren. Verder kan de waarde van het geheel van het concern hoger zijn dan de waarde van elke aparte rechtspersoon. Het is daarom volgens de Europese Commissie moeilijker om grensoverschrijdende ondernemingen te herstructureren en daarmee worden buitenlandse investeringen ontmoedigd.⁷²⁶ Om te zorgen dat de ‘*going concern value*’ van het geheel gehandhaafd blijft moet er een vorm van geconsolideerde coördinatie zijn. Als tekortkoming constateert de Europese Commissie hierbij dat het bepalen van het CVVB bij concerns niet altijd eenvoudig is en dat curatoren in de hoofdprocedure de grip op buitenlandse activa kwijt kunnen raken vanwege de secundaire procedures. Een ander nadeel is dat er in de EU geen mogelijkheden zijn om het faillissement van een internationaal concern administratief geconsolideerd af te wikkelen. Een dergelijke consolidatie kan leiden tot lagere administratieve lasten of een betere coördinatie tussen lidstaten. De EIV uit 2000 bood daarvoor geen mogelijkheden.

In de EIV is opgenomen dat de EIV een efficiënte uitvoering moet waarborgen van insolventieprocedures in groepen van ondernemingen (overwegingen 51 EIV). Een groep van ondernemingen bestaat uit een moedermaatschappij en dochterondernemingen. De moeder is gedefinieerd als een onderneming die rechtstreeks of onrechtstreeks zeggenschap heeft over een of meer dochterondernemingen.⁷²⁷ Een onderneming die een geconsolideerde jaarrekening

⁷²⁵ Zie De Weijs 2012, p. 81 – 82. Zie ook De Vette 2011 die het voorbeeld van het geconsolideerde faillissement van KPN West aanhaalt. Zie ook Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 2.13.

⁷²⁶ Overweging 4 Aanbeveling herstructurering.

⁷²⁷ Zie ook Pepels 2021 waarin hij ervoor pleit dat het begrip ‘*controle*’ moet worden uitgelegd in het licht van de doelstelling van de EIV. Dat betekent dat duidelijk moet zijn dat voorafgaand aan het faillissement er een bepaalde mate van controle en integratie moet zijn. Hij wijst ook op de

opstelt wordt daarbij geacht een moederonderneming te zijn (artikel 2 leden 13 en 14 EIV). Voor een groep van ondernemingen moet het mogelijk zijn dat insolventiefunctionarissen en rechters overeenkomsten en protocollen over samenwerking afspreken (overweging 49 EIV). Voorwaarde is dat de concernonderdelen in een groep insolvent zijn verklaard waarbij samenwerking in geen geval mag ingaan tegen de belangen van de schuldeisers in de afzonderlijke insolventieprocedures van de concernonderdelen. De samenwerking moet zijn gericht op het vinden van oplossingen die synergiën in de hele groep in de hand werken (overweging 52 EIV). Dit lijkt mij alleen zinvol als de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. Als er in een groep twee subgroepen zitten die elk in een andere markt opereren is coördinatie niet zinvol. Van Galen merkt hierover op dat de EIV geen mogelijkheid biedt voor coördinatie van delen van de groep en dat de procedure alleen geldt voor de gehele groep.⁷²⁸

In de EIV zijn verder procedureregels uitgewerkt voor het verbeteren van samenwerking en de communicatie tussen insolventiefunctionarissen en rechters (hoofdstuk V, deel 1 EIV). De EIV biedt de mogelijkheid om een groepscoördinatieprocedure te starten (hoofdstuk V, deel II EIV). Deze procedure is gericht op het laten samenwerken van insolventiefunctionarissen en rechters die betrokken zijn in de insolventieprocedures van de verschillende concernonderdelen. De samenwerking bestaat uit het delen van informatie, nagaan of verdere coördinatie nodig is en wat de mogelijkheden tot herstructurering zijn (artikelen 56 en 57 EIV). Verder kan een insolventiefunctionaris worden gehoord in de insolventieprocedures van andere concernonderdelen (artikel 60 lid 1 onder

verwarring rondom het woord 'onderneming' in de EIV. Dit begrip gaat eigenlijk uit van een economische definitie. Zie ook hoofdstuk 3.

⁷²⁸ Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 2.13. Zie ook Pepels 2021 die aangeeft dat het niet gelukt is om specifiek voor faillissementen te komen tot een eenduidige definitie van een groep waarbij voor schuldeisers *ex ante* wel voldoende duidelijk moet zijn welk faillissementsrecht van toepassing is. Zie ook Wessels, *Wessels Insolventierecht X-II* 2017/10925 e.v.

a EIV). Insolventiefunctionarissen werken samen voor zover de samenwerking geschikt is om een doeltreffende uitvoering van de verschillende procedures te vergemakkelijken, de samenwerking niet onverenigbaar is met de toepasselijke regels die voor de insolventieprocedures gelden en er geen belangenconflict is (artikelen 56 lid 1 en 57 lid 1 EIV). Het is niet duidelijk wanneer wel en niet sprake is van een belangenconflict. Het kenmerk van een insolventieprocedure is juist dat belangenconflicten tussen schuldeisers bestaan.⁷²⁹ Deze ruime formulering biedt ruime mogelijkheden voor een insolventiefunctionaris om niet te hoeven samenwerken. De EIV biedt de mogelijkheid aan een insolventiefunctionaris om een groepscoördinatieprocedure aan te vragen bij een rechter die is aangewezen voor het afhandelen van het faillissement van een groepsonderdeel. De rechter kan dan een coördinator aanwijzen (artikel 61 EIV). De aangezochte rechter gaat na of groepscoördinatie geschikt is om de doeltreffende uitvoering van de insolventieprocedures van de concernonderdelen te vergemakkelijken en onderzoekt in hoeverre het waarschijnlijk is dat schuldeisers financieel benadeeld worden door een groepscoördinatieprocedure. Daarnaast hoort de aangezochte rechter andere insolventiefunctionarissen (artikel 63 EIV). De insolventiefunctionarissen van de concernonderdelen kunnen overeenkomen dat één rechter exclusieve bevoegdheid krijgt voor zover de insolventiefunctionarissen meer dan tweederde van alle insolventiefunctionarissen vertegenwoordigen. De rechters uit andere lidstaten verklaren zich dan onbevoegd (artikel 66 EIV). De aangezochte rechter wijst een coördinator aan en neemt beslissingen over de hoofdlijnen van de procedure (artikel 68 EIV). De coördinator stelt vervolgens groepscoördinatieplan op, komt met aanbevelingen, kan bemiddelen in geschillen en kan worden gehoord in de procedures van andere insolventiefunctionarissen (artikel 72 EIV). In dit plan staat dan een overzicht van alle geschikte maatregelen voor een geïntegreerde aanpak van de af te wikkelen insolventie van de

⁷²⁹ Zie ook Wessels, *Wessels Insolventierecht X-II* 2017/10926f of Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 2.13.

concernonderdelen, zoals de wijze waarop de economische prestaties en de financiële soliditeit van het concern of een deel kan worden verbeterd, de wijze waarop geschillen binnen het concern worden beslecht voor zover dit gaat over intra-groeptransacties en de afspraken tussen de insolventiefunctionarissen van de concernonderdelen (artikel 72 lid 1 EIV).

De andere insolventiefunctionarissen werken met de coördinator samen, nemen de aanbevelingen van de coördinator in overweging, maar zijn geenszins verplicht de aanbevelingen op te volgen (artikelen 70 en 74 EIV). Een insolventiefunctionaris kan verder bezwaar maken tegen de groepscoördinatieprocedure met als gevolg dat deze niet hoeft deel te nemen (artikel 64 en 65 EIV). De coördinator kan worden ontslagen als deze handelt in het nadeel van de schuldeisers van een concernonderdeel of als de coördinator de verplichtingen niet nakomt (artikel 75 EIV).

9.2.5.3 Verschil tussen de Europese en Amerikaanse regeling

De opzet van de coördinatieprocedure vertoont gelijkenissen met de regeling van de administratieve consolidatie in de VS, maar gaat minder ver. In de EU is de regeling voor coördinatie nadrukkelijk gebaseerd op vrijwilligheid (overwegingen 55 en 56 EIV) en is niet bedoeld voor consolidatie van procedures (artikel 72 lid 3 EIV). In de VS heeft de rechter wel de mogelijkheid om een procedures binnen een groep van rechtspersonen administratief te consolideren, zoals opgenomen in Rule 1015 (b) van de Federal Rules of Bankruptcy Procedure. De failliete boedels van de verschillende rechtspersonen blijven dan gescheiden en het gaat dus niet om een geconsolideerd faillissement zoals ik in het vorige hoofdstuk heb beschreven.⁷³⁰ De administratieve consolidatie is mogelijk in zaken met twee of meer aan elkaar gerelateerde schuldenaren, waaronder de ‘*affiliaties*’ van de schuldenaar. De rechter kan belanghebbenden van de verschillende boedels de

⁷³⁰ Hetzelfde geldt voor de groepscoördinatieprocedure (artikel 72 lid 3 EIV).

mogelijkheid geven op elkaar te reageren. Verder kan de rechter ‘orders’ uitvaardigen met als doel onnodige kosten en vertragingen te voorkomen. De geconsolideerde afhandeling is bedoeld om een één-loket te creëren voor het indienen van verzoeken, opstellen van lijsten van crediteuren, informatievoorziening aan crediteuren en het afhandelen van administratieve zaken. De rechter kan voor een geconsolideerde administratieve afwikkeling één ‘trustee’ aanwijzen die het volledige faillissement gaat afhandelen. De rechter heeft daarbij een aantal opties zoals opgenomen in Rule 42 van de Federal Rules of Bankruptcy Procedure. Als sprake is van een gezamenlijke rechtsvraag of omstandigheid kan de

rechter ervoor kiezen een gezamenlijke hoorzitting te houden, de acties te consolideren of een gezamenlijke uitspraak te doen. De rechter kan tevens rechtszaken afzonderlijk afhandelen als dit leidt tot meer duidelijkheid. De rechter moet bij de consolidatie vooral een duidelijke afweging maken waarbij de rechter de belangen van de schuldeisers van alle rechtspersonen moeten meewegen. Het voordeel voor de Amerikaanse rechter is uiteraard dat deze de belangenafweging kan maken op grond van het uniform materieel kader uit de Bankruptcy Code.

9.2.5.4 Aanscherpen van de groepscoördinatieprocedure

Conclusie: Aanbevelingen Europese Commissie

De Europese Commissie kiest met haar groepscoördinatieprocedure en haar nadruk op samenwerking voor een coördinerend mechanisme bij de afhandeling van het faillissement van concernonderdelen. De Vette en Merovach noemen dit ‘*cooperative territorialism*’.⁷³¹ Daarover geeft Merovach, mijns inziens terecht, aan dat dergelijke ontwikkelingen over een gecoördineerde afhandeling van het faillissement van verschillende concernonderdelen stapsgewijs moet

⁷³¹ Zie De Vette 2011, p. 220 en Mevorach 2010, p. 364 die onderscheid maakt tussen de regimes van centralisatie, coördinatie en coöperatie.

plaatsvinden.⁷³² Het doel is om in de EU uiteindelijk te komen tot een efficiënt proces van herstructurering bij een internationaal concern met als uitdaging om een balans te vinden tussen de belangen van de wetgevers, lokale schuldeisers, zekerheidsnemers en het concern als economische eenheid.⁷³³ De groepscoördinatieprocedure uit de EIV is hierin een stap vooruit. Als partijen willen kunnen zij een dergelijke procedure starten en kunnen zij het faillissement van verschillende concernonderdelen gecoördineerd afhandelen. De partijen kunnen zelf onderzoeken of de voordelen van een coördinatie opwegen tegen de nadelen (overweging 58 EIV). Geen van de partijen mag daarbij in een situatie komen die minder gunstig is dan bij liquidatie van elke afzonderlijke rechtspersoon.⁷³⁴ Door het vrijwillige karakter ligt de afweging van de voor- en nadelen nadrukkelijk bij de insolventiefunctionarissen zelf. Elke insolventiefunctionaris treedt op als ‘agent’ van de gezamenlijke schuldeisers van het betreffende failliete concernonderdeel. Tussen de insolventiefunctionarissen onderling ontstaat een nieuw ‘multiple – agent’ probleem waarbij elke insolventiefunctionaris een prikkel kan hebben om zichzelf als coördinator te laten aanwijzen en als dat niet lukt om coördinatie tegen te houden.⁷³⁵

Een aanvullend aandachtspunt is de economische afhankelijkheid tussen de concernonderdelen. Eerder in dit hoofdstuk heb ik daarover opgemerkt dat coördinatie van de faillissementen van de verschillende concernonderdelen noodzakelijk is als blijkt dat de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. Het lijkt mij zinvol als de Europese Commissie criteria uitwerkt waarmee vast te stellen is dat concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. In hoofdstuk 3 heb ik al gewezen op een aantal mogelijke criteria,

⁷³² Zie De Vette 2011, p. 220.

⁷³³ Zie ook Mevorach 2010.

⁷³⁴ Zie Mevorach 2010, p. 374 – 378.

⁷³⁵ Zie ook Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 2.13. Zie ook Reumers 2021 over belangentegenstellingen bij concerns.

bijvoorbeeld als concernonderdelen in dezelfde relevante markt opereren. Als aan deze criteria is voldaan en de moeder centrale zeggenschap⁷³⁶ uitoefent is dit een indicatie dat groepscoördinatie voordelig is ten opzichte van het afwikkelen van het faillissement van een concernonderdeel afzonderlijk. Wat mij betreft moet in een dergelijk geval verplicht de groepscoördinatieprocedure gaan gelden. Daarbij lijkt het mij nodig in de nieuwe EIV een definitie van een coördinerend CVVB op te nemen, bijvoorbeeld de lidstaat waar het zwaartepunt van het concern zich bevindt. Als rechtsvermoeden kan gelden de statutaire en feitelijke vestiging van de moeder die de feitelijke zeggenschap uitvoert.⁷³⁷ Een insolventiefunctionaris van een concernonderdeel kan bij de rechter uit deze lidstaat laten vaststellen dat de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn met als gevolg dat de rechter de groepscoördinatieprocedure van toepassing kan verklaren voor alle concernonderdelen die economisch afhankelijk van elkaar zijn. Deze rechter kan de coördinerend rechter zijn. Deze kan de bevoegdheid krijgen om een coördinerend insolventiefunctionaris aan te wijzen die een groepsplan gaat opstellen die de coördinerend rechter kan vaststellen.

Het bovenstaande betekent nog niet dat voor de afwikkeling van een faillissement of een herstructurering één toepasselijk recht valt. De Europese Commissie kan ervoor kiezen om in de EIV tevens op te nemen dat een rechter een hoofdprocedure kan starten voor alle concernonderdelen die economisch afhankelijk van elkaar zijn. De plaats van het coördinerend CVVB kan leidend zijn voor het starten van een hoofdprocedure. In dat geval bepaalt het recht van de lidstaat waar het coördinerend CVVB is gevestigd bijvoorbeeld hoe de

⁷³⁶ Zie ook het voorstel van INSOL Europe 2012 waarin een voorstel is gedaan voor een groeps-CVVB. In dit voorstel is de centrale zeggenschap het leidende criterium. Zie ook Wessels 2021.

⁷³⁷ Zie Mevorach 2010 die pleit voor een economische coördinatiecentrum als CVVB. Zie ook Mevorach 2013. Zie ook Wessels 2021 voor een voorstel voor een vrijwillige variant van het groeps-CVVB. Zie verder Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/18.3.

concernonderdelen tot een herstructurering over kunnen gaan of wat de bevoegdheden van de coördinerend insolventiefunctionaris zijn. In de volgende paragraaf bespreek ik verschillende onderwerpen die bij herstructurering een rol spelen.

Bij het vaststellen van de criteria voor de economische afhankelijkheid tussen de concernonderdelen en het verplichte karakter van de groepscoördinatieprocedure in dat geval kan de EU niet zozeer van de VS leren. In de VS geldt een dergelijke opzet immers niet. Als in de EU deze stappen echter wel worden genomen dan kan de EU in mijn ogen echter efficiënter gaan opereren dan in de VS. Hier ligt dus een kans op het verbeteren van de inefficiëntie in vergelijking met de VS.

9.3 Mogelijkheden tot herstructurering in de EU

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

9.3.1 Belang van herstructurering

Zoals ik eerder aan heb gegeven is in faillissementswetgeving vaak een onderscheid gemaakt in procedures voor i) liquidatie en ii) herstructurering. In deze paragraaf ga ik vooral in op herstructurering. Een belangrijke reden hiervoor is dat op 20 juni 2019 de Richtlijn herstructurering is vastgesteld waarin een uniforme regeling in de EU voor herstructurering is opgenomen.⁷³⁸ De lidstaten

⁷³⁸ Zie Richtlijn (EU) 2019/1023 van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsel, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden en betreffende maatregelen ter

hebben de richtlijn moeten implementeren zoals in de Wet Homologatie Onderhands Akkoord (WHOA) in Nederland. In dit hoofdstuk ga ik voorin in op de bepalingen van de richtlijn en niet zozeer de implementatie van door de lidstaten. Op deze manier kan ik inzicht geven in de voorwaarden van herstructurering op Europees niveau. Deze voorwaarden zijn voor alle lidstaten de minimumnormen.

In de Richtlijn herstructurering is aangegeven dat het bij herstructurering niet zozeer gaat om het ondersteunen van falende ondernemingen. Doelmatig en technologisch meer geavanceerde ondernemingen groeien nu eenmaal ten koste van ondernemingen die minder doelmatig zijn of verouderde producten hebben. Bepaalde onderdelen van een onderneming kunnen levensvatbaar zijn. Door het afstoten van verliesgevende onderdelen of reorganisatie van gezonde onderdelen kan een onderneming toch in stand blijven. Moderne insolventiewetgeving moeten in potentie gezonde ondernemingen helpen overleven om zo nodeloze waardevernietiging te voorkomen.⁷³⁹ Ondernemingen moeten een tweede kans krijgen met een mogelijkheid om in een vroeg stadium tot herstructurering over te kunnen gaan.⁷⁴⁰ Als een faillissement is te voorkomen kan de totale welvaart voor de onderneming, werknemers en crediteuren toenemen.⁷⁴¹ Voorkomen moet worden dat banen, kennis en vaardigheden verloren gaan en het doel is een zo groot

verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en herstructurering.

⁷³⁹ Zie no. 6 en 7 van Mededeling reddings- en herstructureringssteun aan ondernemingen in moeilijkheden 2014 (2014/C 249/01). Zie ook overweging 3 Richtlijn herstructurering.

⁷⁴⁰ Aanbeveling van de Commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissementen en insolventie (2014/135/EU), hierna: Aanbeveling herstructurering. Zie ook de motivering bij het Voorstel van de Europese Commissie van 22 november 2016 voor een Richtlijn betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures (COM (2016) 723 def.), hierna: Voorstel richtlijn preventieve herstructurering.

⁷⁴¹ Overweging 2 Richtlijn herstructurering.

mogelijke waarde voor de schuldeisers, de eigenaren en de economie als geheel te creëren.⁷⁴² Voorafgaand aan de implementatie van de Richtlijn herstructurering verschilde de wetgeving over faillissement en de mogelijkheden tot herstructureren per lidstaat. Dit leidt tot onzekerheid en daarmee hogere kosten.⁷⁴³ De verschillen in de wetgeving kunnen een negatieve invloed hebben op investeringen en innovatie en de werking van de kapitaalmarkt beïnvloeden.⁷⁴⁴ Het doel van de richtlijn was daarom om meer eenheid in de faillissementswetgeving van de lidstaten te krijgen met name met het oog op het belang van het MKB.⁷⁴⁵ Met de Richtlijn herstructurering worden obstakels bij herstructurering voorkomen en komen er minimumnormen. Dit leidt tot lagere transactiekosten en het is makkelijker risico's in te schatten, er komen hogere uitkeringspercentages voor schuldeisers en belemmeringen bij herstructurering van grensoverschrijdende groepen van ondernemingen vallen weg.⁷⁴⁶

De regels voor herstructurering uit de richtlijn gelden voor een debiteur in financiële moeilijkheden vanaf het moment dat een kans op insolventie bestaat.⁷⁴⁷ In de richtlijn is niet uitgewerkt wanneer een kans op insolventie zich voordoet.⁷⁴⁸ De mate van insolventie of dreigende insolventie wordt bepaald op

⁷⁴² Overweging 1 van de Aanbeveling herstructurering.

⁷⁴³ Overweging 4 van de Aanbeveling herstructurering. Zie ook hoofdstuk 6 van de Mededeling van de Europese Commissie van 30 september 2015 betreffende het Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie COM (2015) 468 def.). Zie ook hoofdstuk 5.2. van de Commission staff working document of 30th September 2015 about an economic analysis on the Action Plan on building a capital markets union (SWD (2015) 183 final. Hierin is de effectiviteit van verschillende landen onderzocht waarbij het faillissementsrecht van Duitsland, Nederland en het VK het meest effectief blijken te zijn. Zie ook de overwegingen 4 tot en met 8 Richtlijn herstructurering.

⁷⁴⁴ Zie Van Veldhuizen en Straathof 2017, p. 5.

⁷⁴⁵ Overwegingen 12 en 13 van de Aanbeveling herstructurering.

⁷⁴⁶ Hoofdstuk I punt 1 van de Aanbeveling herstructurering.

⁷⁴⁷ Zie bijvoorbeeld overweging 24 Richtlijn herstructurering.

⁷⁴⁸ Zie ook Van Galen 2017 en Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 3.1.

grond van het recht van een lidstaat (artikel 2 lid 2 Richtlijn herstructurering). In algemene lijnen is de opzet van de richtlijn vergelijkbaar met de opzet in Chapter 11 van de Amerikaanse Bankruptcy Code.⁷⁴⁹ Dat betekent dat de mogelijkheden van herstructurering in de EU en de VS vergelijkbaar zijn als de richtlijn is geïmplementeerd. Een opmerking daarbij is dat de Amerikaanse opzet ook aan vernieuwing toe lijkt te zijn. Wessels en De Weijs⁷⁵⁰ beschrijven bijvoorbeeld dat de financieringsconstructies sinds de tijd van de totstandkoming van Chapter 11 vele malen ingewikkelder zijn geworden, steeds meer vormen krediet ontstaan en de organisatiestructuur van ondernemingen is veranderd (meer groepen van ondernemingen). De American Bankruptcy Institute (hierna: ABI) heeft in 2014 een rapport gepubliceerd over mogelijke hervorming van Chapter 11 (hierna: ABI-report 2014) met als missie “... *better balance the goals of effectuating the effective reorganization of business debtors...and the maximization and realization of asset values for all creditors and stakeholders.*”

9.3.2 Verschil in ‘Governance’ bij herstructurering en liquidatie

9.3.2.1 Herstructurering als hernieuwde ‘*nexus of contracts*’

In de Richtlijn herstructurering is ‘*herstructurering*’ omschreven als maatregelen die zijn gericht op het herstructureren van het bedrijf van de schuldenaar waaronder ten minste de wijziging van de samenstelling, voorwaarden of structuur van de activa en passiva van de schuldenaar of een ander deel van de kapitaalstructuur. Het kan gaan om de verkoop van activa of bedrijfsonderdelen, eventuele verkoop van een bedrijf als ‘*going concern*’, mogelijke operationele wijzigingen of een combinatie van al deze maatregelen (artikel 1 onder 1 Richtlijn

⁷⁴⁹ Zie ook Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 3.1. die aangeeft dat een belangrijk verschil met de Amerikaanse regeling is dat het uitgangspunt van de Chapter 11 procedure is dat alle procedure openbaar en volledig transparant moeten zijn.

⁷⁵⁰ Wessels en De Weijs 2014 en Wessels en De Weijs 2015.

herstructurering). De lidstaten hebben moeten zorgen dat schuldenaren bij dreigende insolventie toegang hebben tot een preventief herstructureringsstelsel. De herstructurering moet herstructureringsmaatregelen mogelijk maken om insolventie te voorkomen en de levensvatbaarheid te verzekeren (artikel 4 lid 1 Richtlijn herstructurering). Het doel van een herstructurering is dat een onderneming economische activiteiten (deels) blijft uitvoeren zodat er weer voldoende kasstromen te behalen zijn.⁷⁵¹ Bij een herstructurering is een eerste stap om de oorzaak van tegenvallende kasstromen te achterhalen. Het doel van de herstructurering moet immers zijn om deze oorzaak van het falen van een onderneming weg te nemen. De oorzaak kan liggen in een economische crisis of tegenvallende markt. Als concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn kan de oorzaak van het faillissement van beide concernonderdelen gelijk zijn. Het is nodig om na te gaan op welke wijze de oorzaak in samenwerking tussen beide concernonderdelen weg te nemen is. Alleen dan is een gecoördineerde aanpak voor herstructurering noodzakelijk. Dit kan via de groepscoördinatieprocedure uit de EIV zoals eerder aan de orde kwam.

Voor herstructurering kan het nodig zijn om extra financiële middelen te krijgen om de veranderingen mee te financieren. Dit kan betekenen dat een onderneming nieuwe financiers aan zich moet binden die bereid zijn om het risico aan te gaan. Daarnaast heeft een onderneming te maken met de bestaande schuldeisers die hun positie niet willen opgeven en bij een herstructurering in ieder geval niet in een slechtere positie willen komen dan bij liquidatie. In termen van de *'contractarian model'* betekent dit dat de bestaande *'nexus of contracts'* van de onderneming moet wijzigen.⁷⁵² De vraag is welk soort *'governance'* structuur nodig is voor herstructurering van een onderneming. De keuzes voor de

⁷⁵¹ Zie ook Renssen, *De herijking van het faillissementsrecht (R&P nr. InsR17) 2021/* par. 9.2.

⁷⁵² Dit lijkt mij wat de Europese Commissie bedoelt met een *'verandering van activa (aandeelhouders en reserves - PvA) en passiva (schuldeisers - PvA)'* in de bovenbeschreven definitie van een herstructurering.

'governance' structuur zijn voor herstructurering anders dan bij liquidatie. Hieronder beschrijf ik eerst de keuzes die bij liquidatie nodig zijn. Daarna ga ik verder op de 'governance' bij herstructurering.

9.3.2.2 'Governance' bij liquidatie

Bij een liquidatie stopt de onderneming met haar economische activiteiten. Het is niet meer zinvol om de oorzaak voor het falen te onderzoeken om het voortbestaan alsnog te waarborgen. De onderneming heeft geen bestaansrecht meer. Voor de aandeelhouder betekent dit dat het inkomensrecht komt te vervallen. De onderneming heeft geen kans meer om residuele inkomensrechten te behalen. De enige manier voor een aandeelhouder om nog een kans op een inkomensrecht te krijgen is om de risico's te blijven verhogen, zelfs als dit ten koste van de belangen van de schuldeisers gaat. Om bestuurdersaansprakelijkheid te voorkomen zal het bestuur in de aanloop van een faillissement steeds meer rekening gaan houden met de belangen van de schuldeisers. Als het risico op aansprakelijkheid maar voldoende groot is zal een aandeelhouder geen bestuurder meer kunnen vinden die bij een onderneming in financiële moeilijkheden alleen maar in het belang van een aandeelhouder gaat handelen.

Een ander kenmerk bij liquidatie is dat het bestuur van een rechtspersoon geen rol meer heeft. De expertise van het bestuur was nodig om activa optimaal in te zetten en gebruikersrechten te organiseren. Bij liquidatie is iemand nodig die is gespecialiseerd om activa tegen een zo hoog mogelijke prijs te verkopen. De samenhang tussen de activa die de onderneming vormt komt te vervallen. De onderneming bestaat niet meer als een geheel van activa. De economische eenheid is opgehouden te bestaan. De partijen met een zekerheid of een eigendomsvoorbehoud kunnen de activa zelf verkopen. De resterende groep van schuldeisers blijft over met onbetaalde inkomensrechten waarbij elke schuldeiser een prikkel heeft om, eventueel ten koste van andere schuldeisers, hun inkomensrecht betaald te krijgen. Het faillissementsrecht is bij liquidatie bij uitstek

nodig het onderhandelingsproces tussen concurrerende schuldeisers te faciliteren.⁷⁵³ Een onafhankelijke partij (curator) krijgt de taak de failliete boedel te verkopen en de opbrengsten onder de concurrente schuldeisers te verdelen. Deze kan als expert het belang van het collectief aan schuldeisers behartigen. Het gelijkheidsbeginsel tussen concurrente schuldeisers is voor een curator het verdelingsmechanisme dat tot de minste discussie en daarmee tot de laagste transactiekosten leidt.

9.3.3 Mate van uniformering bij herstructurering

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

Conclusie: Aanbevelingen Europese Commissie

9.3.3.1 De moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ in alle lidstaten

Met de implementatie van de Richtlijn kan de moeder als bestuur van een concernonderdeel bij herstructurering de zeggenschap binnen de concernonderdelen blijven uitvoeren. De moeder kan als expert en kenner van het concern gebruikersrechten blijven reorganiseren (‘*schuldenaar-in-bezit*’; artikel 5 Richtlijn herstructurering).⁷⁵⁴ Een voordeel van deze keuze is dat het bestuur en

⁷⁵³ Zie bijvoorbeeld Berglöf, Rosenthal en Von Thadden 2001, Mevorach 2010 en De Weijs 2012. Zie ook De Weijs 2018-a die het faillissementsrecht beschrijft als ‘*collective debt collection law*’.

⁷⁵⁴ Zie ook ABI-report 2014, p. 23 waarin staat dat in het Amerikaanse recht mogelijkheden zijn om een ‘*trustee*’ aan te wijzen bij mogelijke fraude. Zie ook beleidsoptie 2 zoals voorgesteld door het Van Veldhuizen en Straathof 2017. Zie ook Van Galen 2017 en Renssen, *De herijking van het faillissementsrecht (R&P nr. InsR17) 2021/* par. 9.2.

ondernemers die opnieuw willen starten doorgaans sneller groeien, omdat deze al geleerd hebben van hun fouten.⁷⁵⁵ Vooral bij kleine ondernemingen kan de rol van de bestaande bestuurder zelfs onmisbaar zijn.⁷⁵⁶ Daarbij kunnen onnodige kosten worden voorkomen om een nieuw management of bestuur in te werken.⁷⁵⁷ Een ander voordeel is dat het bestuur voorafgaand aan een formele herstructurering een betere onderhandelingspositie in kan nemen binnen de ‘*nexus of contracts*’ als het bestuur op voorhand weet dat zij bij een eventuele herstructurering nog een rol heeft. Deze wetenschap kan het bestuur al gebruiken in de onderhandeling tussen de verschillende belanghebbenden in de aanloop van een herstructurering, waaronder de aandeelhouders. In aanloop naar een faillissement kan het bestuur dan een stevige onderhandelingspositie innemen. Boot en Ligterink⁷⁵⁸ geven in dit kader aan dat een ‘*schuldenaar-in-bezit*’ de schuldeisers dwingt om met de bestuurder in gesprek te gaan om zo de kansen op een succesvolle herstructurering te vergroten. Met een grote onderhandelingspositie voor het bestuur zijn schuldeisers eerder geneigd om samen met het bestuur een oplossing te vinden. Baird en Jackson⁷⁵⁹ leggen uit dat bij herstructurering onderhandelingen plaats moeten vinden tussen de partijen die nodig zijn om tot een nieuwe opzet van de onderneming te komen. Dat betekent dat de bestuurder van de schuldenaar nodig is, omdat deze de kennis hebben over de sector en de onderneming. Daarnaast is het nodig afspraken met een bestaande zekerheidsnemer te maken voor zover de activa waar de zekerheden op rusten nodig zijn voor het voortbestaan van de onderneming.

⁷⁵⁵ COM (2012) 742 def, p. 5.

⁷⁵⁶ Zie Boot en Ligterink 2000.

⁷⁵⁷ Overwegingen 17 en 18 van de Aanbeveling herstructurering.

⁷⁵⁸ Zie Boot en Ligterink 2000.

⁷⁵⁹ Baird en Jackson 1988.

Er zijn kritiekpunten op het concept van de moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’. In het rapport van de ABI⁷⁶⁰ over de hervorming van de Chapter 11 in de VS staat een opsomming van de voor- en nadelen. Zo is het handelen van de moeder als bestuurder mogelijk de oorzaak van het slechte functioneren van de dochter die in de problemen is geraakt. Een tweede kans voor de moeder betekent dat slecht handelen beloond wordt. Volgens de ABI worden de problemen echter toch vaak veroorzaakt door de economische situatie in de markt waarbij er in de wettelijke herstructureringsprocedure bovendien voldoende waarborgen zijn ingebouwd zoals het kunnen aanwijzen van een ‘*trustee*’, controle door de verschillende klassen schuldeisers en het toezicht door de rechter. De ABI komt tot de conclusie dat de voordelen opwegen tegen de nadelen en om die reden pleit zij voor het behoud van het model van de ‘*schuldenaar-in-bezit*’.

In de EU is een vergelijkbare keuze gemaakt. Dit betekent dat de moeder in elke lidstaat de mogelijkheid heeft als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ de regie over de herstructurering van de concernonderdelen op te pakken. Net als in de VS zijn er geen transactiekosten vanwege verschillende keuzes van lidstaten als het gaat om de rol van de moeder bij herstructurering. Op deze manier heeft de richtlijn voor de rolvervulling van de moeder bij herstructurering gezorgd voor verlaging van de transactiekosten vanwege een verschil in recht.

9.3.3.2 Mate van uniformering door de richtlijn en de EIV

Door de implementatie van de Richtlijn herstructurering gelden er in de EU minimale normen. Door deze minimumnormen hebben de moeder en de betrokken partijen niet meer te maken met transactiekosten vanwege een verschil in recht. Die transactiekosten kunnen alleen nog bestaan als sommige lidstaten voor een uitgebreidere herstructureringsregeling in hun eigen recht kiezen of voor zover de richtlijn een eigen invulling van een lidstaat mogelijk maakt.

⁷⁶⁰ ABI 2014.

Eerder in dit hoofdstuk ging ik al in op de mogelijkheden van een groepsherstructurering in Nederland die verder gaat dan voorgeschreven in de richtlijn. Ik kom later nog terug op een aantal onderwerpen waar de lidstaten de ruimte hebben gekregen voor een eigen invulling.⁷⁶¹

De Richtlijn herstructurering regelt niet welk recht van toepassing is als het gaat om herstructurering. Zoals eerder in dit hoofdstuk aangegeven is in de EIV geregeld welk faillissementsrecht van toepassing is. Een lidstaat kan ervoor kiezen de herstructureringsprocedure uit het eigen recht onder het toepassingsbereik van de EIV te brengen. Het toepasselijke recht van de herstructureringsprocedure is dan voor de betrokken partijen die internationaal opereren in ieder geval voorzienbaar. De betrokken partijen kunnen vooraf inschatten welke herstructureringsprocedure van toepassing is en kunnen op die manier hun kansen en risico's (en dus transactiekosten) inschatten. Een lidstaat kan haar herstructureringsprocedure onder de EIV brengen door deze door de Europese Commissie goed te laten keuren die de herstructureringsprocedure vervolgens kan opnemen in bijlage A bij de EIV.⁷⁶² De EIV geldt voor alle openbare collectieve procedures die zijn gebaseerd op het faillissementsrecht en die mede gaan over reorganisaties. Het moet gaan om procedures waarin 1) een schuldenaar het beheer en de beschikking over zijn goederen geheel of gedeeltelijk verliest, 2) er sprake is van controle of toezicht door een rechter of 3) waar een tijdelijke schorsing kan gelden van afzonderlijke executieprocedures (artikel 1 lid 1 EIV).⁷⁶³ Een voorbeeld is de WHOA waar onder andere de mogelijkheid tot een

⁷⁶¹ Zie bijvoorbeeld Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law 2021*/par. 3.1. over de vrije invulling door de lidstaten over de invulling van en stemming over herstructureringsplannen.

⁷⁶² Zie ook Nijnens 2019, Reumers 2020 en Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law 2021*/par. 3.1.

⁷⁶³ Zie Veder 2019, Reumers 2020, Feenstra e.a. (red.), *Wet Homologatie Onderhands Akkoord (Insolad Jaarboek 2021) 2021*/ par. 2.2.1. waarin is betoogd dat de openbare WHOA-groepsprocedure waarschijnlijk aan de vereisten voldoet. Zie verder Harmsen & Reumers (red.), De WHOA van wet naar recht (R&P nr. InsR18) 2021/12.3.1. en Nijnens 2019 waar is aangegeven dat

groepsprocedure is opgenomen. Deze procedure is mede bedoeld om de herstructurering in (internationaal) groepsverband gecoördineerd en geconsolideerd mogelijk te maken. Op grond van de Nederlandse WHOA-regeling zijn akkoorden mogelijk die ook gelden voor concernonderdelen die in andere lidstaten zijn gevestigd.⁷⁶⁴

Na goedkeuring door de Europese Commissie⁷⁶⁵ is de groepsprocedure uit de WHOA een erkende procedure zoals bedoeld in artikel 1 lid 1 EIV. Dat betekent dat de Nederlandse WHOA van toepassing is nadat een rechter een hoofdprocedure heeft geopend voor de concernonderdelen met hun CVVB in Nederland (artikel 3 EIV). Rechters uit andere lidstaten moeten de Nederlandse herstructureringsprocedure erkennen (artikel 19 EIV). Met toepassing van het Nederlandse recht kan de moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ van elk concernonderdeel met het CVVB in Nederland tot een gecoördineerde en administratief geconsolideerde herstructurering overgaan. Voor alle vestigingen van de Nederlandse concernonderdelen in andere lidstaten bestaat wel de kans dat partijen een secundaire procedure starten. Op deze manier kan de moeder toch te maken krijgen met een verschil in recht. Om deze transactiekosten te voorkomen bestaat de mogelijkheid van een synthetische secundaire procedure zoals bedoeld in artikel 36 EIV. Een uitleg hierover staat eerder in dit hoofdstuk.

Voor de concernonderdelen die hun CVVB niet in Nederland hebben geldt het bovenstaande niet.⁷⁶⁶ Voor deze concernonderdelen gelden (groeps-) herstructureringsprocedures in de lidstaten van vestiging waar een rechter uit die

de WHOA mogelijk niet voldoende vergelijkbaar is met andere insolventieprocedures, omdat in een vroeg stadium al herstructurering mogelijk is waarbij mogelijk nog onvoldoende zicht is op daadwerkelijke insolventie.

⁷⁶⁴ Harmsen & Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (R&P nr. InsR18)* 2021/8.2.1.

⁷⁶⁵ De WHOA is op 9 januari 2022 goedgekeurd (zie bijvoorbeeld: [Europese Insolventieverordening van toepassing op openbare akkoordprocedure buiten faillissement | Nieuwsbericht | Rijksoverheid.nl](#) (bekeken in maart 2022)).

⁷⁶⁶ Zie hierover bijvoorbeeld Pepels 2020.

lidstaat een hoofdprocedure start. De insolventiefunctionarissen uit de andere lidstaten kunnen uiteraard samen met de insolventiefunctionaris in Nederland een groepscoördinatieprocedure starten zoals bedoeld in de EIV waarbij gewerkt kan worden aan een groepscoördinatieplan. In dit plan kunnen echter geen bepalingen van een geconsolideerd akkoord komen te staan (artikel 72 lid 3 EIV).⁷⁶⁷ Dat kan als gevolg hebben dat voor het Nederlandse deel van het concern er wel een geconsolideerde groepsherstructurering kan komen, maar voor de concernonderdelen uit de andere lidstaten niet.

Vanwege de gekozen definitie van het CVVB blijven er transactiekosten vanwege een verschil in recht bestaan. Deze transactiekosten zijn te verlagen door in de EIV de optie van een coördinerend CVVB voor een concern op te nemen voor zover de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn (zie ook paragraaf 9.2.5.4.). Als dit coördinerend CVVB bepalend is voor het toepasselijke recht bij herstructurering dan kan bijvoorbeeld de moeder die in Nederland is gevestigd voor het hele concern als coördinerend CVVB gebruik maken van de herstructureringsmogelijkheden zoals opgenomen in de WHOA.⁷⁶⁸

In de volgende paragrafen ga ik in op verschillende onderwerpen uit de richtlijn waarbij ik aangeef in hoeverre de lidstaten de mogelijkheid hebben in hun eigen recht invulling te geven of in welke mate de lidstaten een reden van dwingende reden van algemeen belang hebben om een eigen invulling aan een bepaald onderdeel te geven. Bij elk onderdeel ga ik na of de transactiekosten vanwege een verschil in recht zijn te verlagen.

⁷⁶⁷ Zie ook Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/17.6.

⁷⁶⁸ Zie ook Ghio e.a. 2021 die pleiten voor een ‘*bottom-up*’ aanpak waarbij de regelingen van de verschillende landen naar elkaar toe kunnen groeien. Met de invoering van een coördinerend CVVB voor een concern zijn deze convergentieoordelen te behalen.

9.3.4 Wijze van uniformering van verschillende onderwerpen

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

Conclusie: Aanbevelingen Europese Commissie

9.3.4.1 Herstructureringsdeskundige

In de Richtlijn herstructurering is beschreven op welke wijze een ‘*schuldenaar-in-bezit*’ een herstructureringsplan moet opstellen en wie daarbij betrokken moet zijn. In de Richtlijn herstructurering staat dat een rechter kan beslissen dat een herstructureringsdeskundige de moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ moet of kan bijstaan of toezicht op diens handelen moet gaan houden (artikel 5 lid 2 jo. artikel 2 lid 12 Richtlijn herstructurering). Een lidstaat moet de rol van de herstructureringsdeskundige in haar eigen recht uitwerken. Een lidstaat kan er vervolgens voor kiezen de wettelijke bepalingen over de rol van de herstructureringsdeskundige onder de EIV te brengen door deze te laten goedkeuren door de Europese Commissie. Na goedkeuring neemt de Europese Commissie de herstructureringsdeskundige op in bijlage B van de EIV. De herstructureringsdeskundige kan vervolgens optreden als insolventiefunctionaris zoals bedoeld in de EIV (artikel 2 lid 5 EIV).⁷⁶⁹ Als insolventiefunctionaris kan de herstructureringsdeskundige gebruik maken van de mogelijkheden die de EIV

⁷⁶⁹ Zie ook Reumers 2020 die heeft betoogd dat een herstructureringsdeskundige zoals een rechter die onder de WHOA kan aanstellen waarschijnlijk aan de voorwaarden uit de EIV voldoet. Een dergelijke deskundige is namelijk aangesteld om de belangen van de collectieve schuldeisers te behartigen zoals vereist onder artikel 5 EIV.

biedt, zoals de synthetische secundaire procedure voor vestigingen van Nederlandse concernonderdelen in andere lidstaten (artikel 36 EIV) of de groepscoördinatieprocedure uit de EIV.

Een bevoegde rechter uit een andere lidstaat die voor een concernonderdeel met het CVVB in die lidstaat een hoofdprocedure start zou voor de concernonderdelen in die lidstaat steeds dezelfde herstructureringsdeskundige kunnen benoemen. De moeder kan als '*schuldenaar-in-bezit*' met dezelfde aangestelde herstructureringsdeskundige samen tot een effectieve groepsherstructurering overgaan. Dit leidt tot een verlaging van de transactiekosten voor de moeder en kan betekenen dat er betere herstructureringsplannen komen. Dit laatste is eveneens in het voordeel van de schuldeisers. Dit betekent wel dat de rechters uit de verschillende lidstaten hun beslissingen moeten gaan coördineren. Dit vergt afstemming (coördinatiekosten) waarbij de kans aanwezig is dat bepaalde rechters toch liever een herstructureringsdeskundige uit hun eigen lidstaat willen. Als de rechters wel één herstructureringsdeskundige kiezen dan blijft de aangestelde herstructureringsdeskundige gehouden aan de bepalingen over zijn of haar rolvulling zoals dat is uitgewerkt in het toepasselijke recht van de lidstaat waar de herstructureringsdeskundige is aangesteld. Dat is het recht van de lidstaat waar het CVVB van het betreffende concernonderdeel is gevestigd. Voor zover er verschillen tussen de lidstaten zijn over de taken van de herstructureringsdeskundige blijven er transactiekosten vanwege een verschil in recht bestaan.

De rechters uit de verschillende lidstaten kunnen voor elk concernonderdeel verschillende personen als insolventiefunctionaris of herstructureringsdeskundigen aanwijzen. De moeder moet als '*schuldenaar-in-bezit*' met al deze insolventiefunctionarissen samenwerken en gaan onderhandelen over de mogelijkheden tot herstructurering. Om deze onderhandelingskosten te verlagen gelden de samenwerkings- en communicatiemogelijkheden zoals die in de EIV zijn uitgewerkt. Zo staat in de EIV dat de bepalingen over de

groepscoördinatieprocedure in voorkomende gevallen tevens voor de ‘*schuldenaar-in-bezit*’ gelden (artikel 76 EIV en artikel 41 lid 3 EIV).⁷⁷⁰ Dit betekent dat elke aangestelde herstructureringsdeskundige met de moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ kan gaan samenwerken (artikel 56 jo. 76 EIV). De herstructureringsdeskundigen van de verschillende concernonderdelen kunnen worden gehoord worden en bepaalde vorderingen indienen in de procedures van concernonderdelen uit de andere lidstaten (artikel 60 EIV). Verder moet een rechter die een secundaire procedure voor buitenlandse vestigingen van een concernonderdeel wil openen de moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ van dit concernonderdeel op de hoogte stellen en de moeder de gelegenheid geven gehoord te worden (artikel 38 EIV). Tevens geldt dat rechters uit de verschillende lidstaten die de herstructurering van de verschillende concernonderdelen begeleiden met elkaar moeten samenwerken en communiceren (artikel 57 EIV).

In de regelgeving over de herstructureringsdeskundige blijven er transactiekosten vanwege een verschil in recht en zijn er samenwerkingskosten als er verschillende herstructureringsdeskundigen zijn aangesteld. Deze transactiekosten kunnen lager uitvallen als de Europese Commissie uit zou gaan van een coördinerend CVVB voor de gehele groep als de concernonderdelen economisch afhankelijk zijn zoals ik eerder heb aangegeven. De coördinerend rechter zou dan onder het toepasselijke recht van de plaats van vestiging van het coördinerend CVVB een herstructureringsdeskundige aan kunnen wijzen die onder één toepasselijk recht kan opereren.

9.3.4.2 Herstructureringsplannen

In de richtlijn is beschreven aan welke minimumnormen een herstructureringsplan moet voldoen. Dit plan moet ten minste bepaalde informatie

⁷⁷⁰ Zie ook Reumers 2020 over de reikwijdte van deze bepaling. Zij geeft aan dat per geval moet worden bekeken of dit een voldoende voorkomend geval is waarop deze bepaling geldt.

bevatten zoals die in de richtlijn zijn beschreven. Het gaat onder andere om de naam van de schuldenaar, een lijst van passiva en activa, de voorwaarden van herstructurering, geraamde kasstromen en een overzicht van de nieuwe financiering (artikel 8 Richtlijn herstructurering). De schuldenaar moet het recht hebben om het herstructureringsplan aan de betrokken partijen voor te leggen (artikel 9 lid 1 Richtlijn herstructurering). De betrokken partijen zijn schuldeisers, werknemers of categorieën schuldeisers (artikel 2 lid 1 onder 2 Richtlijn herstructurering). Ook schuldeisers of herstructureringsdeskundigen kunnen het recht krijgen om herstructureringsplannen voor te leggen (artikel 9 lid 1 Richtlijn herstructurering). Betrokken partijen krijgen de mogelijkheid te stemmen over het plan, tenzij de partijen geen rol hebben gehad bij de totstandkoming van het plan (artikel 9 lid 2 Richtlijn herstructurering). Daarbij krijgen lidstaten zelfs de mogelijkheid om bepaalde groepen partijen het stemrecht te onttrekken, waaronder kapitaalhouders⁷⁷¹ (artikel 9 lid 3 Richtlijn herstructurering). Het is de kapitaalhouders niet toegestaan een herstructureringsplan op een onredelijke wijze te voorkomen of te belemmeren (artikel 12 Richtlijn herstructurering). De lidstaten moeten wel zorgen dat de betrokken partijen worden onderverdeeld in verschillende categorieën, waarbij in ieder geval een onderscheid wordt gemaakt tussen zekerheidsnemers en concurrente schuldeisers. De lidstaten krijgen daarbij als taak mee dat de categorieën dusdanig worden ingedeeld dat met name kwetsbare schuldeisers worden beschermd (artikel 9 lid 4 Richtlijn herstructurering).⁷⁷² Een plan wordt goedgekeurd als in elke categorie een meerderheid in het bedrag van de vorderingen of belangen bestaat (artikel 9 lid 6 Richtlijn herstructurering). Op deze manier gelden er in elke lidstaat in ieder geval minimale normen voor een herstructureringsplan. De lidstaten zouden nog

⁷⁷¹ De richtlijn spreekt consequent over de kapitaalhouders. Dit lijkt een andere groep te zijn dan de aandeelhouders (zie overweging 53 Richtlijn herstructurering).

⁷⁷² Zie ook beleidsoptie 4 Van Veldhuizen en Straathof 2017 waarin wordt gepleit voor verschillende categorieën.

aanvullende eisen kunnen stellen. Bij een coördinerend CVVB zou het toepasselijke recht van de lidstaat van de plaats van vestiging van dat CVVB bepalen welke eventuele extra eisen zouden gelden.

9.3.4.3 Commissies van schuldeisers

Bij herstructurering is voorzien in een commissiestructuur. De verschillende categorieën schuldeisers hebben de mogelijkheid te stemmen over het herstructureringsplan. Het voorstel over die commissiestructuur sluit aan bij de opzet zoals in de VS. In de VS benoemt de ‘*trustee*’ een commissie van concurrente schuldeisers⁷⁷³ en kan andere commissies instellen, zoals een commissie van zekerheidsnemers of aandeelhouders (‘*equity security holders*’). De commissies hebben de mogelijkheid om met ‘*debtor in possession*’ of de ‘*trustee*’ in overleg te treden, nader onderzoek te doen, deel te nemen in het herstructureringsplan en om een verzoek in te dienen om een ‘*trustee*’ te benoemen als deze nog niet is aangesteld (§§ 1102 – 1104 Bankruptcy Code).

Het voordeel van een commissiestructuur is dat de belangen van de verschillende partijen zijn geclusterd zodat het overleg tussen de ‘*schuldenaar-in-bezit*’ en de commissies meer gestructureerd kan verlopen. De ‘*schuldenaar-in-bezit*’ hoeft niet met elke afzonderlijke contractpartij te onderhandelen. De voorstellen voor een commissiestructuur leiden daarmee tot een verlaging van de transactiekosten. In de EU is de verdere uitwerking voor een deel aan de lidstaten overgelaten. Zo mogen de lidstaten bepalen op welke wijze de verschillende klassen kunnen stemmen over de voorstellen en wat dan precies de meerderheid is. Van Galen wijst bijvoorbeeld al op de verschillende percentages die de lidstaten

⁷⁷³ Zie ABI-report 2014, p. 38 – 43 waarin de ABI voorstelt om een commissie van concurrente schuldeisers te behouden.

hanteren.⁷⁷⁴ De wijze waarop lidstaten de verschillende klassen samenstellen kan eveneens per lidstaat verschillen.⁷⁷⁵ Ook als de lidstaten de herstructureringsprocedures onder de EIV hebben gebracht kan een moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ dus nog steeds te maken krijgen met een verschil in recht voor zover de concernonderdelen niet hetzelfde CVVB hebben. Met de introductie van een coördinerend CVVB voor een concern zoals eerder voorgesteld kunnen partijen bij herstructurering van het concern binnen één toepasselijk recht opereren. De Europese Commissie kan er ook voor kiezen een uniforme regeling op te stellen voor bijvoorbeeld de wijze waarop de schuldeisers moeten stemmen en wanneer sprake is van een meerderheid. Ik zie niet goed in waarom een lidstaat een dwingende reden van algemeen belang zou moeten hebben om zelf een interpretatie te geven aan de wijze van stemmen en het bepalen van een meerderheid. Een lidstaat kan op deze onderwerpen niet met een innovatieve regeling komen waar andere lidstaten van kunnen leren. De voordelen van concurrentie in de wetgeving tussen lidstaten gaan hier niet op. Om de transactiekosten vanwege een verschil in recht te verlagen zou ik de Europese Commissie op dit onderdeel daarom aanbevelen een uniforme regeling te maken voor de wijze waarop gestemd moet worden en waarop de meerderheid moet worden bepaald. In de VS loopt de moeder niet aan tegen een dergelijk verschil in recht omdat daar op een uniforme wijze de regels over de verschillende klassen zijn samengesteld.

⁷⁷⁴ Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 3.1. In Nederland is de drempel gelegd op 2/3 van de stemmen en in Duitsland op 75%. Zie ook Renssen, *De herijking van het faillissementsrecht (R&P nr. InsR17)* 2021/ par. 9.5.

⁷⁷⁵ Zie bijvoorbeeld Van der Zee en Gideonse 2021 en Pannevis 2019 over de wijze waarop de klassenindeling in Nederland plaats kan vinden.

9.3.4.4 Niet-instemmende klassen van schuldeisers

Een rechter kan een herstructureringsplan goedkeuren als niet alle categorieën van schuldeisers ermee hebben ingestemd (artikel 11 Richtlijn herstructurering). In dit artikel staat onder andere dat de niet-instemmende klasse minstens even gunstig moeten worden behandeld als elke andere klasse met dezelfde rang en gunstiger dan een klasse met een lagere rang. Dit laatste staat bekend als de ‘*relative priority rule*’. De klasse van de concurrente schuldeisers die niet met een herstructureringsplan instemt kan dus gedwongen worden zich aan het herstructureringsplan te houden. De voorwaarde is dat de positie van de concurrente schuldeisers gunstiger wordt dan de positie van bijvoorbeeld de klasse van aandeelhouders die wel hebben ingestemd. De aandeelhouders kunnen dus niet een herstructureringsplan af laten dwingen als zij er zelf beter van worden, maar de concurrente schuldeisers niet. In de VS geldt een strengere regel. Daar kan een herstructureringsplan alleen worden opgelegd aan bijvoorbeeld de niet-instemmende klasse van concurrente schuldeisers als zij hun volledige vordering terugkrijgen. Dit heet de ‘*absolute priority rule*’.⁷⁷⁶

In de EU is het aan de lidstaten te bepalen of zij een ‘*relative priority rule*’ of een ‘*absolute priority rule*’ hanteren.⁷⁷⁷ In Nederland geldt bijvoorbeeld dat een rechter een akkoord op verzoek van niet-instemmende schuldeisers op een aantal gronden kan afwijzen. Dit kan bijvoorbeeld als bij de verdeling van de middelen de concurrente schuldeisers minder dan 20% van hun vordering betaald krijgen,

⁷⁷⁶ § 1129 (b) Bankruptcy Code Zie bijvoorbeeld Baird en Jackson 1988 met hun kritiek op deze regel. Zie ook ABI 2014, p. 207 e.v. waar staat de regel moet worden aangepast. Volgens de ABI is de ‘*absolute priority rule*’ vooral bedoeld als bescherming van schuldeisers, maar heeft het als nadeel dat financiering door bijvoorbeeld een moeder als aandeelhouder moeilijker wordt. Bartstra, De Weijs en Jonkers 2020 beschrijven het belang van de regel vooral vanwege de nadruk op consensus bij het vaststellen van een herstructureringsplan. Zie ook De Weijs 2018-b.

⁷⁷⁷ Bartstra, De Weijs en Jonkers 2020.

terwijl daarvoor geen zwaarwegende grond is aangetoond (artikel 384 lid 4 onder a Fw). De rechter wijst een verzoek tot goedkeuring eveneens af als de rechter vaststelt dat ten nadele van de niet-instemmende klasse wordt afgeweken van bijvoorbeeld de wettelijke rangorde tussen de verschillende klassen schuldeisers, tenzij voor die afwijking een redelijke grond bestaat en de genoemde schuldeisers of aandeelhouders daardoor niet in hun belang worden geschaad (artikel 384 lid 4 onder b Fw). Bartstra, De Weijs en Jonkers wijzen op de onduidelijkheden van deze regel.⁷⁷⁸ De uitzondering kan vergaande gevolgen hebben, omdat een rechter ervoor kan kiezen akkoord te gaan met aanpassing van de wettelijke rangorde. Het is onduidelijk hoe een rechter de vereiste redelijkheid van die afwijking moet beargumenteren. Een terecht principieel bezwaar dat Bartstra, De Weijs en Jonkers aandragen is dat het aan een wetgever is die moet bepalen wat de rangorde is en hierover een belangenafweging moet maken. In de huidige regeling bestaat volgens Bartstra, De Weijs en Jonkers een verhoogd risico op opportunistisch handelen door bijvoorbeeld de moeder. Deze kan bij de rechter betogen dat de moeder als aandeelhouder hoger in de rangorde moet komen, omdat haar rol essentieel is en de herstructurering anders niet gaat slagen.⁷⁷⁹ De rechter kan oordelen dat de argumenten van de moeder redelijk zijn, omdat de concurrente schuldeisers bij een faillissement niets krijgen. Het risico bestaat dat de moeder op deze manier ook herstructureringsplannen laat afdwingen die zeer risicovol zijn en uiteindelijk toch leiden tot een (groter) verlies voor de schuldeisers.

Een strikte toepassing van de ‘*absolute priority rule*’ zoals in de VS dient juist ter bescherming van bijvoorbeeld de klasse van concurrente schuldeisers. Als er een mogelijkheid is om van de regeling af te wijken is dat uiteraard in het voordeel van de moeder. Die heeft meer kans een herstructurering door te voeren die haar positie verbetert. Als een herstructureringsplan slaagt kan dit tevens in het voordeel

⁷⁷⁸ Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law* 2021/par. 3.1, Spriering en Kolthof 2017 en Bartstra, De Weijs en Jonkers 2020.

⁷⁷⁹ Zie hierover ook Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* 2016/8.9.6. of Moulen Janssen 2019.

voor de concurrente schuldeisers zijn. Dit voordeel is echter onzeker, omdat de kans net zo goed aanwezig is dat de moeder hier misbruik van maakt en met slechte herstructureringsplannen komt die nadelig voor de concurrente schuldeisers zijn. In het Nederlandse recht moet de rechter deze belangenafweging maken en de argumenten van de moeder wegens. Ik ben het met Barstra, De Weijs en Jonkers eens dat deze afweging voor een rechter niet goed te doen is. Die moet de argumenten van de moeder in een korte tijd beoordelen waarbij de rechter de gevolgen van de herstructurering mogelijk niet goed kan doorgronden.

Doordat de lidstaten zelf kunnen kiezen voor een *'relative priority rule'* of *'absolute priority rule'* ontstaan er transactiekosten vanwege een verschil in recht. Als de regelingen van de lidstaten hierover onder de EIV zijn gebracht zijn de verschillen in recht in ieder geval te voorzien en kunnen partijen hier rekening mee houden. Bij herstructurering binnen een concern kunnen de betrokken partijen te maken krijgen met verschillen in recht als de concernonderdelen in verschillende lidstaten hun CVVB's hebben. Dit kan betekenen dat de concurrente schuldeisers van een concernonderdeel in de ene lidstaat zijn beschermd door een strikte toepassing van de *'absolute priority rule'*. In een andere lidstaat, zoals in Nederland, heeft de moeder meer mogelijkheden om, mede in haar voordeel, een herstructureringsplan goed te laten keuren. In deze lidstaten is een verhoogd risico op opportunistisch handelen van de moeder waardoor de positie van de concurrente schuldeisers aangetast kan worden. Een keuze voor een coördinerend CVVB voor een concern zoals ik eerder heb voorgesteld kan er in ieder geval voor zorgen dat de partijen te maken hebben met één toepasselijk recht. De moeder kan dan bijvoorbeeld het Nederlandse recht toepassen en heeft zo meer mogelijkheden om onder één toepasselijk recht tot herstructurering over te gaan. Dit is in het voordeel van de moeder.

Dit kan wel een nadeel voor de concurrente schuldeisers betekenen. Stel dat deze in een lidstaat zitten waar de wetgever wel heeft gekozen voor een strikte toepassing van de *'absolute priority rule'*. Die lidstaat heeft ervoor gekozen concurrente schuldeisers te beschermen. Als voor de herstructurering het

Nederlandse recht van toepassing is dan leidt dit tot een verslechterde positie van deze schuldeisers. Voor het toepasselijke recht voldoende is te voorzien kunnen deze schuldeisers hier rekening mee houden in hun risicopremie. De Europese Commissie kan ervoor kiezen de transactiekosten vanwege een verschil in recht weg te nemen door bijvoorbeeld een uniforme toepassing van de ‘*absolute priority rule*’ voor te stellen aan de lidstaten. Dat zou betekenen dat de regel zoals die in Nederland geldt moet worden aangepast. Dat is in het voordeel van de ‘*non – adjusting*’ concurrente schuldeisers in Nederland. Hun positie verbetert. Dit zou echter in het nadeel zijn van de moeder die minder makkelijk een herstructureringsplan kan laten goedkeuren. Zoals ik in hoofdstuk 8.3. heb betoogd zie ik vanuit het kader van efficiëntie geen argument tot een uniforme bescherming van de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers in de Europese Unie. Ik verwijs naar de argumenten in dat hoofdstuk.

9.3.4.5 Financiering bij herstructurering – ‘*debtor-in-possession-financing*’

Bij herstructurering kan het nodig zijn dat partijen nieuwe financiering in moeten brengen om de herstructurering van bijvoorbeeld een concernonderdeel te laten slagen. Die financiering kan worden ingebracht door een leverancier, een bank of de moeder. De moeder kan kiezen te financieren met aandelenkapitaal of een lening (eventueel met zekerheden). De moeder treedt bij herstructurering van een concernonderdeel op in haar rol als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ van het te herstructureren concernonderdeel. De financiering aan de ‘*schuldenaar-in-bezit*’ staat bekend onder de Engelse term ‘*DIP (debtor-in-possession) financing*’. Een vraag hierbij is in welke mate de nieuwe financiering beschermd is, bijvoorbeeld via zekerheden of beperkingen van de mogelijkheden de nieuwe financiering te vernietigen vanwege benadeling van de schuldeisers van het concernonderdeel (faillissementspauliana; zie ook hoofdstuk 11).

De mogelijkheid tot ‘*DIP financing*’ is niet zonder kritiek. De Weijs⁷⁸⁰ wijst hierbij bijvoorbeeld op het risico van opportunistisch handelen door de moeder in haar dubbelrol als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ en aandeelhouder. Vanuit deze positie kan de moeder de belangen van de concurrente schuldeisers van het concernonderdeel schaden. Dit kan bijvoorbeeld doordat de moeder financiering als lening verstrekt en niet als aandelenkapitaal. De moeder krijgt daarmee een vergelijkbare concurrente positie als de andere schuldeisers. Zij verbetert als het ware haar positie. Als aan deze lening eveneens zekerheden zijn verbonden dan krijgt de moeder zelfs een bevoorrechte positie. Een andere mogelijke vorm van benadeling is dat de moeder andere financiers zoals de bank eerder kan betalen dan de andere schuldeisers. In hoofdstuk 13 komt de wijze van financiering door de moeder en het risico op opportunistisch handelen door de moeder in meer detail aan bod. Hieronder bespreek ik eerst in welke mate er verschillen in recht in de VS en de EU zijn als het gaat over de beschermingsregelingen voor nieuwe financiering bij herstructurering.

Bescherming nieuwe financiering VS

In de VS zijn er mogelijkheden ‘*DIP-financing*’ te beschermen.⁷⁸¹ Zo mag de moeder als ‘*debtor-in-possession*’ in de normale bedrijfsvoering van het concernonderdeel financiering (zonder zekerheden te verstrekken) aantrekken (§ 364 (a) Bankruptcy Code). De rechter kan daarnaast toestemming geven financiering (zonder zekerheden) aan te trekken als dat niet zozeer bedoeld is voor het normale handelen van het concernonderdeel, maar nodig is voor bijvoorbeeld een (voorbereiding op) een herstructurering. De financier krijgt een voorrangpositie bij terugbetaling als zijnde een toegestane administratieve

⁷⁸⁰ De Weijs 2018-a en De Weijs en Baltjes 2018.

⁷⁸¹ Zie hierover bijvoorbeeld De Weijs en Baltjes 2018, Van der Drift en Durlinger 2020 of Chung en Kaplan 2020.

uitgave (§ 364 (b) en § 501 (b) (1) Bankruptcy Code).⁷⁸² Als de moeder kan aantonen dat zij nog steeds over onvoldoende financiering beschikt kan de rechter toestemming geven financiering aan te trekken die zelfs met voorrang op de administratieve kosten terugbetaald kan worden (§ 364 (c) Bankruptcy Code). Als de moeder er nog steeds niet in slaagt om voor een succesvolle herstructurering financiering te krijgen kan de rechter akkoord geven zekerheden voor de nieuwe financiering te verstrekken, mits de moeder kan aantonen dat de bestaande zekerheidsnemers voldoende zijn beschermd (§ 364 (d) en § 361 Bankruptcy Code). Deze mogelijkheid tot financiering is een belangrijke reden voor partijen te kiezen voor herstructurering via Chapter 11 van de Bankruptcy Code.⁷⁸³

Mate van uniformering in de EU

In de EU is in de Richtlijn herstructurering erkend dat het succes van een herstructureringsplan afhankelijk is van de mate waarin voor de uitvoering van het plan financiering beschikbaar is (overweging 66 e.v. Richtlijn herstructurering). In de Richtlijn herstructurering staat dat de lidstaten ervoor moeten zorgen dat dergelijke financiering voldoende beschermd is, bijvoorbeeld door te voorkomen dat dergelijke financiering vernietigd wordt vanwege benadeling van andere schuldeisers (artikel 17 Richtlijn herstructurering).⁷⁸⁴ Het succes van een herstructureringsplan is namelijk vaak afhankelijk van de mogelijkheden voor extra financiering voor de periode van onderhandeling en voor de uitvoering van het plan. In overweging 66 Richtlijn herstructurering staat dat financiële bijstand zoals bedoeld in dit artikel in brede zin moet worden begrepen. Het gaat niet alleen

⁷⁸² Chung en Kaplan 2020.

⁷⁸³ Chung en Kaplan 2020. Van der Drift en Durlinger 2020 komen voorzichtig tot de conclusie dat de mogelijkheid om zekerheden bij een herstructurering te verstrekken niet zo vaak voorkomt bij nieuwe financiers.

⁷⁸⁴ Zie ook Diamant 2021 die aangeeft dat met de richtlijn een ‘*safe harbour from avoidance actions*’ is gecreëerd.

over het verstrekken van geld, maar net zo goed om garanties of het leveren van voorraden, grondstoffen en nutsvoorzieningen. Een voorbeeld is dat de schuldenaar een langere terugbetalingsperiode mag krijgen (leverancierskrediet). Bij een eventuele insolventie kan dergelijke financiering niet nietig, vernietigbaar of niet-tegenwerpbaar verklaard worden en kunnen financiers niet op enigerlei wijze aansprakelijk gesteld worden, omdat de financiering voor de gezamenlijke schuldeisers nadelig is (artikel 17 lid 1 onder a Richtlijn herstructurering). De lidstaten kunnen daarbij bepalen dat de nieuwe financiering pas onaantastbaar is na rechterlijke of administratieve goedkeuring van een herstructureringsplan (artikel 17 lid 2 Richtlijn herstructurering). In overweging 68 van de richtlijn staat hierover aangegeven dat bij het verlenen van tussentijdse financiering voorafgaand aan goedkeuring van een herstructureringsplan de partijen niet weten of een dergelijk plan zal worden goedgekeurd. Lidstaten kunnen er daarom voor kiezen nieuwe financiering al te beschermen voorafgaand aan goedkeuring van een plan. Om misbruik te voorkomen moet het, in afwachting van de goedkeuring, gaan om financiering die redelijkerwijs en onmiddellijk noodzakelijk is voor het verder functioneren of overleven van de onderneming of voor het behoud of het vergroten van de waarde van die onderneming. Verder kunnen lidstaten kiezen een voorafgaande goedkeuring in te bouwen, bijvoorbeeld door een rechter of een herstructureringsdeskundige. Tevens geeft de richtlijn de lidstaten de optie nieuwe financiering te beschermen door te bepalen dat een bank het recht heeft met voorrang terugbetaald te worden bij een insolventie ten opzichte van andere schuldeisers die anders bevoorrechte of gelijkwaardige vorderingen zouden hebben (artikel 17 lid 4 Richtlijn herstructurering). In overweging 68 van de richtlijn staat hierover dat eventuele zekerheden nodig kunnen zijn nieuwe kredietverstrekkers aan te moedigen het verhoogde risico te nemen van het investeren in een levensvatbare schuldenaar in financiële moeilijkheden (overweging 68 Richtlijn herstructurering).

De richtlijn doet geen afbreuk aan andere gronden voor het nietig, vernietigbaar of niet-tegenwerpbaar verklaren van nieuwe of tussentijdse

financiering zoals bepaald in het recht van een lidstaat (overweging 67 Richtlijn herstructurering). Als voorbeelden zijn genoemd: fraude, kwade trouw, een bepaald soort band tussen partijen waarbij een belangenconflict kan ontstaan. Denk bij dat laatste aan rechtshandelingen tussen verbonden partijen of tussen aandeelhouders en de vennootschap (zoals binnen een concern). Andere voorbeelden zijn rechtshandelingen waarbij een bepaalde partij een waarde of zekerheden ontvangt zonder dat deze daar recht op heeft op het tijdstip van de transactie of op de manier waarop zulks is geschied.

Op de bovengenoemde onderwerpen kunnen verschillen in recht tussen lidstaten blijven bestaan waar een financier rekening mee moet houden. Voor zover een lidstaat de bepalingen over de bescherming uit de Richtlijn herstructurering in het nationale recht heeft geïmplementeerd kan die lidstaat de betreffende wijzigingen onder de EIV brengen, voor zover de procedures openbaar zijn. In een concern is het recht van toepassing van de lidstaat waar het concernonderdeel is gevestigd als de rechter in deze lidstaat een hoofdprocedure opent (artikel 3 jo. artikel 7 EIV). Voor de bank betekent dit dat deze bij de financiering van herstructurering van een concernonderdeel te maken kan krijgen met een verschil in recht. Een manier om te zorgen dat de betrokken partijen onder een toepasselijk recht vallen is om in de EIV op te nemen dat er voor het concern een coördinerend CVVB moet komen zoals ik al eerder heb betoogd.

Voor zekerheden voor nieuwe financiering geldt echter een uitzondering en blijft het recht gelden van de lidstaat waar de activa zijn gelegen waar de zekerheid is gevestigd (artikel 8 EIV). Het blijft een keuze van een lidstaat te bepalen in welke mate zekerheden mogelijk zijn bij het beschikbaar stellen van nieuwe financiering. In hoofdstuk 11 kom ik hierop terug. Een andere manier om de transactiekosten vanwege een verschil in recht weg te nemen is door harmonisatie van bepaalde beschermingsmaatregelen bij het beschikbaar stellen van nieuwe financiering. Een voorbeeld kan zijn om de rechter *ex ante* een nadrukkelijker rol te geven bij de toetsing in hoeverre financiering nodig is en de mate waarin de

andere betrokken partijen zijn beschermd.⁷⁸⁵ Op deze manier kan de Europese Commissie aansluiting bij de regeling in de VS zoeken.

9.3.4.6 Afkoelingsperiode

Een bijkomende vraag is welke rol de schuldeisers met een bestaande zekerheid bij herstructurering hebben of zouden moeten hebben. Een zekerheidsnemer kan immers zonder toestemming van de bestuurder zekerheden inwinnen. In een aantal landen is gekozen om bij faillissement het gebruik van zekerheden tijdelijk te bevriezen of op een andere manier te beperken. In Engeland kunnen zekerheidsrechten in ‘*administration*’ niet worden afgedwongen zonder toestemming van de ‘*administrator*’ of de rechter (Insolvency Act 1986 Sch.B1 para.43 (2)). Volgens Goode is deze beperking nadrukkelijk niet bedoeld om het gebruik van zekerheden in te perken, maar meer dat ‘*no step may be taken to enforce security*’. De achterliggende reden is om te voorkomen dat de ‘*administrator*’ zijn taak niet goed kan verrichten.⁷⁸⁶ De ‘*administrator*’ zal normaliter toestemming verlenen, tenzij er anders een substantieel verlies ontstaat voor de onderneming.⁷⁸⁷ In Nederland kan de onderneming zelf een ‘*stay*’ aanvragen door de rechter te verzoeken om over te gaan tot surseance van betaling. Deze gaat in na het moment van de uitspraak van de rechter (dus niet bij de ‘*filing*’) en geldt voor de duur van maximaal anderhalf jaar, met een mogelijke verlenging van nogmaals maximaal anderhalf jaar (artikelen 214, 217 en 223 Fw). De surseance betekent dat de onderneming niet tot betaling van zijn schulden kan worden gedwongen, alle aangevangen executies worden geschorst en alle gelegde beslagen vervallen. De surseance geldt echter niet voor zekerheidsnemers met een voorrangrecht zoals het recht van pand en hypotheek (artikel 230 Fw). Binnen een

⁷⁸⁵ Zie hierover ook De Weijs en Baltjes 2018.

⁷⁸⁶ Calnan 2004, p. 33 – 34 en Goode 2011, p. 426 e.v.

⁷⁸⁷ Wood 2007, p. 379 en Re Atlantic Computer System plc [1990] BCC 859.

faillissement kan de rechter-commissaris een afkoelingsperiode afkondigen van ten hoogste twee maanden met een mogelijke verlenging van nog eens twee maanden (artikel 63a Fw). De afkoelingsperiode betekent dat elke schuldeiser niet meer, zonder toestemming van de curator, zich kan verhalen op de goederen die in de macht van de curator of de gefailleerde boedel bevinden. De curator kan zich in alle rust een beeld vormen over de failliete boedel.⁷⁸⁸ De afkoelingsperiode geldt niet voor een zekerheidsnemer die een pandrecht heeft op vorderingen op naam. De pandnemer kan de vereiste mededeling aan de schuldenaar doen en mag betalingen in ontvangst nemen (artikel 63b Fw). De schuldenaar moet op een kwaliteitsrekening bij een bewaarder betalen. In Duitsland kan een zekerheidsnemer de zekerheid over onroerende goederen altijd afdwingen, maar kan de rechter wel besluiten tot een afkoelingsperiode (§ 165 InsO). De curator kan de activa blijven gebruiken voor zover deze in zijn of haar bezit zijn. Als de zekerheidsnemer de activa echter in bezit heeft kan de zekerheidsnemer deze activa wel zelf verkopen (§§ 166 en 173 InsO). Voor het aantrekken van nieuwe financiering, waaronder de zekerstelling, is de toestemming van de vergadering van schuldeisers nodig (§ 160 InsO).

In de VS is gekozen voor een ‘*automatic stay*’. Dit gaat in vanaf het moment dat er een aanvraag voor faillissement of reorganisatie is ingediend (§ 362 Bankruptcy law). Het is een uitgebreide regeling waarbij de zekerheidsnemer gedurende de afhandeling van het faillissement de rechten niet kan uitoefenen. De achtergrond van de ‘*automatic stay*’ is dat de onderneming de tijd moet krijgen om de onderneming te herstructureren. Als de zekerheidsnemer de activa tijdens een herstructurering zou separeren dan zou dit een herstructurering in gevaar kunnen brengen. De ‘*automatic stay*’ betekent dat de zekerheidsnemer moet accepteren dat de onderneming de activa mag blijven gebruiken (§ 363 Bankruptcy law) en dat een debiteur extra financiering kan aantrekken. De rechter kan zelfs toestemming geven om nieuwe leningen met zekerheden aan te trekken. De voorwaarde is dat

⁷⁸⁸ Mon. Privaatrecht 2 (Buchem – Spapens/Pouw) 2013, p. 80.

het op een andere manier niet mogelijk moet zijn om financiering te krijgen en bovendien moet de huidige zekerheidsnemer een ‘*adequate protection*’ krijgen (§§ 364 en 361 Bankruptcy law). Dit kan bijvoorbeeld betekenen dat de zekerheidsnemer een recht op een vergoeding van een waardedaling kan krijgen.⁷⁸⁹ Daarnaast kan een zekerheidsnemer worden gedwongen een herstructureringsplan te accepteren.⁷⁹⁰ De zekerheidsnemer heeft als ‘*party of interest*’ de mogelijkheid de rechter te verzoeken de ‘*stay*’ op te heffen (§ 362 onder (d) (1) Bankruptcy law). De rechter kan dit verzoek toekennen ‘*for cause, including the lack of adequate protection of an interest in property of such party in interest*’. Een andere reden om de ‘*stay*’ op te heffen kan zijn dat de onderneming de activa niet meer nodig heeft voor de herstructurering (§ 362 onder (d) (2) Bankruptcy law). Een schorsing van de rechten van de zekerheidsnemer is dan niet meer nodig.

In de Richtlijn herstructurering is een voorstel opgenomen voor de mogelijkheid van schorsing van de uitvoeringsmaatregelen. Een schuldenaar moet gebruik kunnen maken van een dergelijke schorsing als dat nodig is om de onderhandelingen bij herstructurering te ondersteunen (artikel 6 lid 1 Richtlijn herstructurering). Voor zover een schorsing aan een rechter moet worden voorgelegd kan deze het verzoek weigeren als de schorsing niet bijdraagt aan het ondersteunen van de onderhandelingen (artikel 6 lid 1 Richtlijn herstructurering). In de richtlijn is geen automatische schorsing opgenomen, zoals in de VS. Een schorsing is gedefinieerd als een schorsing van het vorderingsrecht van een schuldeisers die door een rechter is opgelegd of van rechtswege ingaat (artikel 1 lid 1 onder 4 Richtlijn herstructurering). Het is aan de lidstaten te bepalen of een

⁷⁸⁹ ABI-report 2014, p. 67 – 73. De regeling van de ‘*adequate protection*’ hoort volgens de ABI bij de afweging van belangen tussen de positie van de zekerheidsnemers en het belang van herstructurering. De ABI stelt voor de berekeningswijze te verbeteren, maar wil de regeling wel laten bestaan. Zie ook beleidsopatie 3 Van Veldhuizen en Straathof 2017.

⁷⁹⁰ Wood 2007, p. 371 e.v. Zie ook Tollenaar 2016 voor een beschrijving van de Amerikaanse regeling.

‘*automatic stay*’ nodig is of niet. De lidstaten moeten zorgen dat een schorsing alle soorten vorderingen kan dekken waaronder door zekerheden gedekte vorderingen (artikel 6 lid 1 Richtlijn herstructurering). De schorsing geldt voor een periode van vier maanden, waarbij de lidstaten de mogelijkheid hebben de termijn op te rekken naar twaalf maanden mits voldoende is aangetoond dat een verlenging nodig is voor de herstructurering (artikel 6 leden 6 en 8 Richtlijn herstructurering). Een rechter kan de schorsing opheffen als de schorsing niet meer bijdraagt aan de doelstelling, op verzoek van de schuldenaar of de herstructureringsdeskundige, bij oneerlijke benadeling voor zover het nationale recht hierin voorziet of bij insolventie voor zover het nationale recht hierin voorziet (artikel 6 lid 9 Richtlijn herstructurering). In de Nederlandse uitwerking in de WHOA is dit opgenomen in artikel 376 Fw.⁷⁹¹

De regeling van de schorsing gaat minder ver dan in de VS. Het verschil zit in het automatische karakter van de Amerikaanse regeling. De schorsing gaat in de VS meteen in als de rechter de procedure voor herstructurering opent. In de EU hangt het automatische karakter af van de keuze die een lidstaat maakt. In de ene lidstaat kan een schorsing wel automatisch ingaan en in een andere niet. Hierdoor ontstaat in mijn ogen een onnodig verschil in recht tussen de lidstaten. Bij faillissement binnen een concern kan de schorsing voor het ene concernonderdeel wel ingaan en in een andere lidstaat moet het concernonderdeel als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ een schorsing nog aanvragen en moet aantonen dat de schorsing nodig is voor de onderhandelingen. De Amerikaanse regeling van de ‘*automatic stay*’ geldt in internationaal verband wel als bijzonder uitgebreid en streng.⁷⁹² Het voordeel van een dergelijke regeling is wel dat de moeder een betere positie krijgt om met alle partijen, waaronder de zekerheidsnemers, te gaan (her)onderhandelen vanaf het moment dat de rechter de procedure heeft geopend. Juist het automatische

⁷⁹¹ Zie Scheurs 2021 of Verstijlen 2020 voor een beschrijving van de afkoelingsregeling in de Nederlandse regeling.

⁷⁹² Zie bijvoorbeeld Wood 2007, p. 92 en p. 317, maar ook Tollenaar 2016.

karakter van de schorsing geeft de moeder bij herstructurering het hernieuwde belangenconflict tussen partijen optimaal te organiseren. Dit is in het voordeel van de groep schuldeisers als collectief. Dit gaat uiteraard ten koste van de zekerheidsnemers die langer moeten wachten om hun zekerheidsrechten in te kunnen roepen. De zekerheidsnemers krijgen dus te maken met verdragingskosten en mogelijk extra kosten voor het voeren van rechtszaken. Deze transactiekosten van zekerheidsnemers wegen wat mij betreft niet op tegen de baten van alle andere schuldeisers om een herstructurering mogelijk te maken.⁷⁹³ Bij de regeling voor de schorsing blijft vanwege het ontbreken van de automatische inwerkingtreding dus een verschil bestaan tussen de EU en de VS. Om dit verschil in recht weg te nemen zouden de lidstaten bij aanpassing van de Richtlijn herstructurering alsnog kunnen kiezen voor een uniforme invoering van een ‘*automatic stay*’ in de EU. Een dergelijke regeling brengt een (tijdelijk) nadeel voor een zekerheidsnemer met zich mee. Hiertegenover staat een voordeel van alle andere betrokkenen, omdat de moeder meer tijd kan nemen om tot een goede herstructurering te komen.

⁷⁹³ Zie ook Tollenaar 2016 over deze belangenafweging. Hij geeft aan dat een schorsing eigenlijk de zekerheidsnemers verplicht tot doorfinanciering.

DEEL III CONTROLERECHTEN

10 Controle over de activa

10.1 Controlemogelijkheden bij zekerheden

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

10.1.1 Controle over de activa van een concernonderdeel

De bank en de leverancier kunnen tot zekerheid voor hun vorderingen op het concernonderdeel kiezen om goederenrechtelijke zekerheden te laten vestigen op de activa van het concernonderdeel. Hiermee kunnen de partijen controle krijgen over (een deel van) de activa van het concernonderdeel. Een zekerheidsrecht geeft de mogelijkheid aan een zekerheidsnemer om de activa waaraan de zekerheid is gekoppeld te verkopen en zich vervolgens op de opbrengst te verhalen om zijn vordering te voldoen. Goode beschrijft zekerheden als: ‘*a right in another’s asset to secure performance of an obligation*’.⁷⁹⁴ In hoofdstuk 2 heb ik zekerheden beschreven als een vorm van controlerechten waarmee partijen hun eigen belang kunnen behartigen. Voor het concernonderdeel betekent het inroepen of executeren van een zekerheidsrecht door een zekerheidsnemer dat het concernonderdeel de activa waar de zekerheid aan is gekoppeld niet meer kan gebruiken om economische activiteiten uit te voeren. Als gevolg hiervan kan het concernonderdeel de activa niet meer gebruiken om kasstromen te behalen. De moeder, in haar hoedanigheid als bestuur van het concernonderdeel, heeft belang om te voorkomen dat de zekerheidsnemer de zekerheidsrechten gaat uitoefenen.

⁷⁹⁴ Goode 2010, p. 626. Zie ook Dalhuisen 2007, p. 681 – 686, Goode 2016, p. 623 e.v. en Goode en Gullifer 2017, p. 1 – 5 voor een algemene beschrijving van zekerheden.

Dit betekent dat de moeder in haar handelen mede rekening wil houden met het belang van een zekerheidsnemer. De moeder heeft daarbij vooral een reden om het belang van de zekerheidsnemer in acht te nemen als de moeder verwacht dat het concernonderdeel in de nabije toekomst niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. Een zekerheidsnemer oefent met het houden van een zekerheidsrecht indirect controle uit op het handelen van de moeder als bestuurder van het concernonderdeel.⁷⁹⁵ De zekerheidsnemer krijgt met de zekerheid een bepaalde onderhandelingspositie. De zekerheidsnemer met zekerheidsrechten over het merendeel van de activa van een concernonderdeel heeft daarbij een relatief sterke onderhandelingspositie.⁷⁹⁶

Een zekerheidsrecht brengt verder mee dat een zekerheidsnemer haar relatieve positie ten opzichte van andere schuldeisers verbetert. Andere schuldeisers zonder zekerheden kunnen bij wanbetaling door het concernonderdeel pas controle uitoefenen nadat een concernonderdeel failliet is verklaard. Een zekerheidsnemer kan buiten het faillissement om haar zekerheidsrecht uitoefenen. De zekerheidsnemer kan de activa waar de zekerheid aan is gekoppeld verkopen en, in beginsel ongeacht een eventuele faillissementsprocedure, de opbrengst toe-eigenen. De zekerheidsnemer heeft een voorrangpositie ten opzichte van vorderingen van de concurrente schuldeisers. Dit betekent dat eerst een zekerheidsnemer zich de opbrengst van de activa kan toe-eigenen en de resterende opbrengst wordt verdeeld onder de andere schuldeisers die geen zekerheid hebben. Ook een curator moet bij een faillissement de rechten van een zekerheidsnemer in

⁷⁹⁵ Zie ook Van der Weide 2016. Chang en Smith 2019 geven aan dat zekerheidsrechten onderdelen vormen van ‘*governance*’ structuren van zekerheidsrechten.

⁷⁹⁶ Zie Baird en Rasmussen 2006 die aangeven dat een zekerheidsnemer in zekere mate concurreert met de aandeelhouder. Als de zekerheidsnemer zich echter te veel als aandeelhouder gedraagt dan loopt deze het risico dat de zekerheidsnemer als aandeelhouder wordt gezien. Dit kan betekenen dat de voorrangpositie van de zekerheidsnemer komt te vervallen (zie ook hoofdstuk 13). Zie ook Goode en Gullifer 2017, p. 1 – 3.

beginsel⁷⁹⁷ respecteren. Een andere schuldeiser waar een zekerheidsnemer mee te maken heeft is een schuldeiser die een zekerheid op dezelfde activa heeft gevestigd. Dit is een zogenoemde tweede zekerheidsnemer. Op grond van de voorrangregels zoals die in een land gelden kunnen de verschillende zekerheidsnemers hun onderlinge voorrangposities bepalen. Ik kom hier later in dit hoofdstuk op terug.

10.1.2 Rechtseconomische afwegingen

Zekerheidsrechten brengen zogenoemde derdeneffecten met zich mee. De afspraak die de moeder als zekerheidsgever met de bank als zekerheidsnemer maakt tast de positie van andere partijen aan. Met het vestigen van een zekerheid spreken twee partijen af dat de zekerheidsgever een betere voorrangpositie krijgt ten opzichte van een partij die niet bij deze afspraak is betrokken.⁷⁹⁸ Voor de zekerheidsgever betekent dit een lager risico (dus lagere transactiekosten) en voor de concurrente schuldeisers juist een hoger risico (dus hogere transactiekosten). Er vindt een herverdeling plaats van risico's en transactiekosten. Een

⁷⁹⁷ In Nederland geldt dat pand- of hypotheekhouders hun rechten kunnen uitoefenen, alsof er geen faillissement is (artikel 57, lid 1 Fw). In andere landen kan de positie van een zekerheidsnemer op een andere wijze zijn geregeld. In hoofdstuk 9 heb ik bijvoorbeeld al gewezen op de mogelijkheid van een houder van een *'floating charge'* om een *'administrator'* aan te wijzen die in het belang van de zekerheidsnemer moet handelen. In de Wet Homologatie Onderhands Akkoord krijgen schuldeisers wel de mogelijkheid een herstructureringsdeskundige aan te wijzen die een onderhands akkoord kan uitonderhandelen en laten bekrachtigen door de rechter (zie artikel 371 Fw – WHOA). Zie hoofdstuk 9.

⁷⁹⁸ Een rechtvaardiging voor zekerheidsrechten kan niet zijn gelegen in de partijautonomie van een zekerheidsnemer en -gever. De derde partij (concurrente schuldeisers) is immers niet bij deze afspraak betrokken. Zie hierover bijvoorbeeld De Weijs 2018 -a, Bloemink 2019 of De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/hoofdstuk 7.

rechtseconomisch motief⁷⁹⁹ voor zekerheidsrechten is dat het risico op opportunistisch handelen door de moeder/ het concernonderdeel minder groot wordt. De zekerheidsnemer krijgt met het zekerheidsrecht controle over de moeder en heeft er belang bij het handelen van de moeder te monitoren. Een bank heeft er bijvoorbeeld als zekerheidsnemer belang bij dat de moeder zich (ten opzichte van de bank) niet opportunistisch gaat gedragen. Aan de andere kant heeft de bank er belang bij dat het concern goed blijft functioneren, omdat anders de betaling van de rente en aflossing in gevaar komt. De moeder wil voorkomen dat de bank de zekerheidsrechten gaat uitwinnen, omdat de concernonderdelen dan de activa niet meer kunnen gebruiken. Baird en Jackson leggen bijvoorbeeld uit dat bij eventuele herstructurering de bank en moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ op een deze manier een efficiënte onderhandeling kan plaatsvinden.⁸⁰⁰ De moeder is nodig vanwege de expertise over de onderneming en de bank vanwege het kunnen behouden van de activa. Verder kunnen zekerheidsrechten nodig zijn te voorkomen dat de moeder de schuldenlast van een concernonderdeel onnodig laat toenemen door te risicovolle projecten op te starten (‘*risk alteration*’).⁸⁰¹ Voor een concernonderdeel is het lastiger om nieuwe schuldeisers aan zich binden als deze schuldeisers weten dat andere schuldeisers met zekerheden een voorrangspositie hebben op bepaalde activa. De nieuwe schuldeiser moet nieuwe gebruikersrechten leveren, maar loopt hetzelfde risico als andere concurrente schuldeisers. De bestaande zekerheidsnemers lopen geen verhoogd risico. Een nieuwe schuldeiser is alleen bereid financiering te verschaffen tegen betaling van een hogere risicopremie. Dit

⁷⁹⁹ Zie Bloemink 2019 voor een overzicht van de literatuur over een rechtseconomische afweging bij zekerheidsrechten. Zie ook Jonkers 2020.

⁸⁰⁰ Baird en Jackson 1988. Ook Bloemink 2019 noemt als voordeel dat een zekerheid de transactiekosten van het ‘*common pool*’ probleem doen afnemen.

⁸⁰¹ Scott 1997 wijst op een gebrek aan empirische data om de stelling te bewijzen. Zie ook Kanda en Levmore 1994 voor een heldere uitleg over ‘*risk alteration*’. Bebchuk en Fried 1997 (p. 1315 e.v.) geven juist aan de schuldeiser met een zekerheid minder monitort, omdat zekerheidsnemers weet dat zij een bevoorrechte positie innemen. Zie ook Mann 1997 en Bloemink 2018.

betekent dat het concernonderdeel een drempel heeft om financiering voor een nieuw project aan te gaan. Een zekerheidsrecht kan daarmee een drempel opwerpen voor onnodige risicovolle investeringen.

Voor de moeder brengt een zekerheidsrecht daarentegen nadelen met zich mee waarbij de transactiekosten voor de moeder en de zekerheidsnemer die aan zekerheden zijn verbonden relatief hoog kunnen zijn.⁸⁰² De nadelen zijn een spiegelbeeld van de voordelen zoals hierboven beschreven. Zoals aangegeven brengt het vestigen van een zekerheid voor de moeder een verlies van controle over de activa met zich mee.⁸⁰³ De moeder kiest hier alleen voor als de moeder niet op een andere manier gebruikersrechten kan organiseren. Een ander nadeel is dat een zekerheidsrecht imagoschade voor het concernonderdeel met zich mee kan brengen. Andere financiers kunnen het vermoeden hebben dat het voor het concernonderdeel lastig is om financiering aan te trekken. De andere financiers schatten immers in dat de moeder liever geen zekerheden vestigt vanwege een verlies aan controle. Zekerheden kunnen daarmee betekenen dat het voor een concernonderdeel juist lastig is om nieuwe financiering aan te trekken. Als gevolg hiervan zullen nieuwe financiers een relatief hoge risicopremie in rekening brengen. Een ander nadeel van een zekerheid is dat een zekerheidsnemer vooral de onderliggende waarde van de activa monitort en niet het concernonderdeel als geheel van activa.⁸⁰⁴ Verder kunnen zekerheden meebrengen dat zekerheidsnemers

⁸⁰² Zie Bechuk en Fried 1997, p. 1309 – 1310 die data opsommen over het gebruik van zekerheden. Mann 1997 geeft een overzicht van voor- en nadelen van zekerheden. Mann beschrijft dat zowel grote ondernemingen als het MKB zekerheden nodig hebben. De bepalende factor is de mate van risico en niet de omvang van een onderneming. Zie eveneens Scott 1997.

⁸⁰³ Zie Schwarcz 1997 voor een beschrijving van de voor- en nadelen van zekerheden. Zie ook Harris en Mooney 1994 voor een reactie op de theorie van Schwarcz. Zie verder De Weijs 2018-a en Bloemink 2018.

⁸⁰⁴ Zie Schwarcz 1997, p. 447. Jackman en Kronman 1979 (p. 1153) geven juist aan dat de kosten van monitoring lager worden doordat een zekerheidsnemer zich alleen hoeft bezig te houden met de waarde van de onderliggende activa.

er vooral op aan gaan sturen de status quo te handhaven en hun invloed gebruiken om nieuwe projecten of herstructurering juist tegen te gaan. Scott heeft het in dit verband over het probleem van de ‘*credit myopia*’,⁸⁰⁵ oftewel de kortzichtigheid van zekerheidsnemers. Dit kan betekenen dat een concernonderdeel te weinig in innovatieve projecten investeert.⁸⁰⁶ De Weijs⁸⁰⁷ laat in zijn analyse zien dat zekerheidsrechten niet altijd worden gebruikt voor financiering van productieve activa zoals voor innovatieve projecten. Voor banken zijn dergelijke projecten te risicovol en banken willen vaak alleen in bewezen technieken financieren waarmee constante kasstromen zijn te realiseren. Banken financieren volgens De Weijs vaak non-productieve activiteiten zoals ‘*leverage buy-outs*’ met enkel als gevolg dat de aandeelhouders een sterkere positie krijgen. Een volledige voorrangspositie bij een dergelijke financiering is in de ogen van De Weijs daarom niet te rechtvaardigen waarbij zekerheidsnemers kunnen meebetalen in sommige faillissementskosten. Het argument dat zekerheden nodig zijn omdat er anders te weinig krediet voor handen zou zijn is volgens De Weijs te makkelijk.⁸⁰⁸ Ik geloof ook niet dat banken stoppen met het verstrekken van financiering als er geen zekerheidsrechten zouden zijn. De risicopremie zal mogelijk omhoog gaan. De risicopremies van andere financiers, zoals leveranciers, kunnen echter naar beneden zodat er per saldo een neutraal effect kan zijn. De discussie over de rechtseconomische afwegingen voor zekerheden moeten volgens sommige auteurs nog in volle omvang worden

⁸⁰⁵ Scott 1997 en Schwarcz 1997, p. 456 – 458.

⁸⁰⁶ Zie Scott 1997 en Schwarcz 1997, p. 447. Volgens Van Dijck 2006-b is helemaal niet zeker is dat zekerheden leiden tot lagere risicopremies en dat zekerheden leiden tot meer krediet.

⁸⁰⁷ De Weijs 2018-a en De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/hoofdstuk 7.

⁸⁰⁸ De Weijs 2018-a en De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/hoofdstuk 7. Voor Bloemink 2019 is een zwaarwegend argument wel dat er door zekerheden meer ruimte is voor financiering.

gevoerd met een duidelijke afweging van de voor- en nadelen.⁸⁰⁹ Harris en Mooney⁸¹⁰ concluderen in ieder geval dat: *“Even if it cannot be proved that secured transactions necessarily have beneficial results, secured transactions can and sometimes do promote efficiency and social welfare.”*

In het resterende deel van dit hoofdstuk beschrijf ik vanuit een juridisch perspectief op welke wijze een zekerheidsnemer controlerechten over de activa van de concernonderdelen kan krijgen. Ik beschrijf voor de verschillende landen op hoofdlijnen wat de mogelijkheden zijn voor het vestigen van zekerheden. In dit hoofdstuk ga ik vanuit het perspectief van de zekerheidsnemer in op een verschil in wetgeving tussen de landen en de transactiekosten die daaruit ontstaan. In hoofdstuk 11 ga ik in op de waarborgen die in het zekerhedenrecht zijn opgenomen ten gunste van de positie van de schuldeisers die geen zekerheden hebben.

10.1.3 Controlemogelijkheden per land

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

In de juridische ordening van de landen die in mijn onderzoek centraal staan bestaan verschillende juridische mogelijkheden om met een zekerheidsrecht controle over de activa te krijgen.

10.1.3.1 Inbezitgeving van activa

De meest voor hand liggende zekerheidsrechten zijn de pandrechten (of in het Engels *‘pledges’*). Een financier leent geld aan een concernonderdeel en krijgt als

⁸⁰⁹ Zie ook De Weijs 2018-a, Bloemink 2019, De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/hoofdstuk 7 en Jonkers 2020.

⁸¹⁰ Harris en Mooney 1994.

zekerheid bepaalde activa in bezit. Na terugbetaling van de financiering, inclusief rente, geeft de zekerheidsnemer de activa weer terug. Het pandrecht of de ‘*pledge*’ geeft de zekerheidsnemer de mogelijkheid (‘*implied power*’) om de activa bij wanbetaling te verkopen. Deze vorm van zekerheid is een zeer effectieve manier om controle uit te oefenen en het pandrecht is daarmee de meest sterke vorm van een zekerheid.⁸¹¹ Voor het concernonderdeel betekent dit echter dat deze de activa niet voor de economische activiteiten kan gebruiken. Een dergelijke zekerheid is daarmee alleen zinvol op activa die het concernonderdeel (tijdelijk) niet gebruikt. Om aan dit nadeel tegemoet te komen is in Nederland een bezitloos pandrecht mogelijk. Dit is het stille pandrecht voor roerende zaken (artikel 3:237 BW). Het pandrecht is te vestigen met een authentieke of geregistreerde akte zonder dat de zaken in de macht van de pandhouder of een derde terecht komen. De zekerheidsnemer en –gever hoeven niet beide de akte ondertekenen.⁸¹² De pandgever moet in een akte verklaren dat hij of zij bevoegd is tot verpanding van de activa en dat op de activa geen andere beperkte rechten rusten.⁸¹³ Bij wanbetaling door het concernonderdeel kan de zekerheidsnemer vorderen dat het concernonderdeel de activa in bezit van de zekerheidsnemer of een derde brengt. Vervolgens kan de zekerheidsnemer de activa verkopen. Daarmee ontstaat een zekerheid waarbij het concernonderdeel de activa kan blijven gebruiken onder dreiging van mogelijke inbezitting van de activa door de zekerheidsnemer. Het voordeel voor een concernonderdeel is dat deze de activa kan blijven gebruiken zolang het concernonderdeel aan haar betalingsverplichtingen voldoet.

⁸¹¹ Goode 2010, p. 628, Goode 2016 en Goode en Gullifer 2017, p. 32.

⁸¹² Zie bijvoorbeeld Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/166. Zie ook de Conclusie van de Adv. Gen. van 30 november 2018 (ECLI:NL:PHR:2018:1378) en de HR van 22 februari 2019 (ECLI:NL:HR:2019:268).

⁸¹³ Zie bijvoorbeeld Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/170. Een valse verklaring leidt tot valsheid in geschrifte.

10.1.3.2 Scheiden juridisch en economisch eigendom

Een andere manier om een zekerheidsrecht op activa te vestigen is door het scheiden van het juridische en economische eigendom. Het juridische eigendomsbewijs kan in zekerheid worden gegeven aan een zekerheidsnemer, terwijl het concernonderdeel de activa als economisch eigendom (of ‘*equitable ownership*’) kan blijven gebruiken voor het uitvoeren van economische activiteiten. De zekerheidsnemer moet het eigendomsbewijs aan het concernonderdeel teruggeven na de betaling door het concernonderdeel. De zekerheidsnemer kan controle uitoefenen doordat het concernonderdeel de activa zonder eigendomsbewijs niet kan verkopen. Het concernonderdeel moet eerst toestemming van de zekerheidsnemer krijgen. In Engeland staat een dergelijke zekerheid bekend als een ‘*mortgage*’.⁸¹⁴ Daarbij is een onderscheid tussen een ‘*legal mortgage*’ en een ‘*equitable mortgage*’. Bij de eerste vorm gaat het om het eerste zekerheidsrecht waarbij het volle juridische eigendom is overgedragen. Een ‘*equitable mortgage*’ kan gelden bij bijvoorbeeld een tweede zekerheid waarbij het niet meer mogelijk is het eigendomsbewijs als zekerheid te geven.⁸¹⁵ Het onderscheid kan van belang zijn, omdat een ‘*legal mortgage*’ onder omstandigheden een hogere rangorde kan hebben dan een ‘*equitable mortgage*’. Ik kom hierop terug bij mijn bespreking over voorrangsposities. Von Bar en Drobnig⁸¹⁶ beschrijven het Duitse systeem als een ‘*split approach*’. Voor het vestigen van een zekerheid zijn meerdere stappen nodig. Zo moeten de zekerheidsgever en –nemer contractuele overeenstemming over de voorwaarden van de lening hebben. Daarnaast moeten de partijen een reëel contract sluiten waarin een ‘*Einigung*’ (‘...und beide darüber einigt sind...’ zoals opgenomen in §

⁸¹⁴ Zie bijvoorbeeld Goode 2010, p. 42 – 45, Goode 2016 en Goode en Gullifer 2017, p. 36.

⁸¹⁵ Burrows 2013, p. 342, Goode 2016 en Goode en Gullifer 2017, p. 36.

⁸¹⁶ Von Bar en Drobnig 2002. Zie ook Heilbron 2011 voor een korte beschrijving van het Duitse systeem van zekerheidsrechten.

929 BGB) staat over de overdracht van het eigendomsrecht. Een dergelijke ‘*Einigung*’ moeten de partijen expliciet vastleggen. Het concernonderdeel kan daarbij een voorwaardelijke overdracht van het juridische eigendomsrecht met de zekerheidsnemer overeenkomen. Zo kunnen partijen de afspraak maken dat het juridische eigendomsrecht bij de zekerheidsnemer blijft, maar automatisch overgaat naar het concernonderdeel nadat deze de rente en aflossing heeft betaald.⁸¹⁷ In het Duitse recht staat dit bekend als een ‘*Sicherheitstransfer*’ of ‘*Sicherungsübereinigung*’ (§ 929 BGB). Het concernonderdeel draagt wel de eigendomstitel aan de zekerheidsnemer over, maar kan de activa blijven gebruiken.⁸¹⁸ De zekerheidsnemer kan het juridische eigendom van de activa verkopen en zich op de opbrengst verhalen als het concernonderdeel op de afgesproken data de rente en aflossing niet heeft betaald. In hoofdstuk 12 kom ik hier nog op terug.

In Nederland kan een zekerheidsnemer een hypotheek- of pandrecht vestigen. Met een dergelijke recht kan een zekerheidsnemer zich, met voorrang boven andere schuldeisers, verhalen op de activa waar de zekerheid is gekoppeld. Een zekerheidsrecht op een registergoed is een hypotheekrecht en een recht op een ander goed is een pandrecht (artikel 3:227 BW). De zekerheidsnemer kan de activa verkopen als het concernonderdeel bijvoorbeeld de rente en aflossing niet betaalt en kan zich op de opbrengst verhalen (artikelen 2:248 en 268 BW).⁸¹⁹ De zekerheidsrechten zijn een afsplitsing of beperking van de uitoefening van het eigendomsrecht door het concernonderdeel. Het is geen overdracht van het juridische eigendom van de activa aan een zekerheidsnemer. In Nederland is het niet mogelijk om het eigendomsrecht als zekerheid te geven. Een rechtshandeling

⁸¹⁷Von Bar en Drobnič 2002, p. 322 – 325. Zie ook Heilbron 2011.

⁸¹⁸ Zie Dalhuisen 2007, p. 892 – 894 die aangeeft dat het hier niet zozeer om een daadwerkelijk zekerheidsrecht gaat, maar meer om een verkoop onder een opschortende voorwaarde dat is gekoppeld aan een leenovereenkomst.

⁸¹⁹ Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/10 die zekerheden tot het executierecht rekenen.

die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid of die de strekking mist het goed na de overdracht in het vermogen van de verkrijger te doen vallen, is geen geldige titel van overdracht van dat goed (artikel 3:84, lid 3 BW). Dit staat bekend als het *fiducia*-verbod. Een zogenoemde *sale-and-lease-back-constructie* kan wel. De financier koopt dan de activa en krijgt daarmee het juridische eigendom. De financier spreekt met het concernonderdeel af dat het concernonderdeel de activa kan blijven gebruiken, bijvoorbeeld via een leasecontract. De HR heeft deze vorm van financiering erkend voor zover de financier niet de intentie heeft de activa daadwerkelijke in eigendom over te dragen aan het concernonderdeel.⁸²⁰

10.1.3.3 Zekerheden via contractuele afspraken

Een andere manier om als zekerheidsnemer controle over activa te krijgen is om hierover contractuele afspraken te maken. Dit geldt bijvoorbeeld voor de zekerheden in de VS zoals bepaald in Chapter 9 UCC. In hoofdstuk 11 geef ik een nadere uitleg over deze zekerheid. Een ander voorbeeld is de Engelse ‘*charge*’. Het vestigen van contractuele zekerheden is mogelijk als in het contract duidelijk staat aan welke activa de zekerheid is gekoppeld. Dit is het vereiste van de ‘*attachment*’. De achterliggende reden van dit vormvereiste is dat voor andere schuldeisers duidelijk is op welke activa zekerheden rusten. Deze activa zijn niet meer beschikbaar voor verhaal door andere schuldeisers. Een tweede eis voor het vestigen van een contractuele zekerheid is dat aan derden bekend moet zijn gemaakt welke zekerheden zijn gevestigd met als reden dat derden dan daadwerkelijk op de hoogte van de zekerheden zijn. Dit staat bekend als ‘*perfection*’. In hoofdstuk 11 kom ik terug op de ‘*attachment*’ en ‘*perfection*’. Hieronder beschrijf ik in het kort een aantal vereisten van een ‘*charge*’. De

⁸²⁰ HR 19 mei 1995, NJB 119 (Keereweer qq / Sogelease), m. nt. WMK en HR 18 november 2005, 151 (BLT Lease) en Dalhuisen 2007, p. 873 – 875 die aangeeft dat de constructie niet mogelijk is bij pure financieringstransacties, zoals bij een lening door een bank aan een concernonderdeel.

zekerheden naar Amerikaans recht komen later in dit hoofdstuk en in hoofdstuk 11 aan de orde.

Bij het vestigen van een ‘*charge*’ is het niet nodig dat het concernonderdeel het eigendomsbewijs als zekerheid (zoals bij een ‘*mortgage*’) aan een zekerheidsnemer geeft en het concernonderdeel hoeft de activa niet in het bezit van de zekerheidsnemer te geven (zoals bij een pandrecht). De ‘*charge*’ is een contractuele afspraak waarbij de zekerheidsnemer als een soort ‘*agent*’ de activa die onder de ‘*charge*’ vallen min of meer beheert.⁸²¹ De ‘*charge*’ kan zijn gekoppeld aan bepaalde vooraf omschreven activa. De zekerheidsnemer vestigt dan een ‘*fixed charge*’. De ‘*charge*’ geeft de zekerheidsnemer het recht om de activa te verkopen of anderszins te gebruiken in het belang van de schuldeiser. Het concernonderdeel kan de activa bij een ‘*fixed charge*’ zonder toestemming van de zekerheidsnemer niet gebruiken of verhandelen. Het kenmerk van de ‘*fixed charge*’ is namelijk dat het concernonderdeel de activa ten gunste van de zekerheidsnemer houdt. Dit betekent dat het concernonderdeel de activa kan blijven gebruiken, maar wel ten behoeve van de zekerheidsnemer. Een zekerheid is aan te merken als een ‘*fixed charge*’ als de zekerheidsnemer en het concernonderdeel in het contract voldoende restricties hebben vastgelegd met als doel om het belang van de zekerheidsnemer te dienen,⁸²² zoals toestemming van de zekerheidsnemer bij verkoop van de activa. Juist vanwege deze verplichte restricties bleek de ‘*fixed charge*’ in de praktijk de handelingsvrijheid van een concernonderdeel te veel te beperken. Het bleek ondoenlijk om voor elke handeling door het concernonderdeel goedkeuring van de zekerheidsnemer te vragen. Goode legt uit dat vooral sinds de komst van de onderneming als kapitaalvennootschap met beperkte aansprakelijkheid een noodzaak ontstond om meer flexibele zekerheden te ontwikkelen waarbij een onderneming zonder

⁸²¹ Voor een uitleg over de ‘*charge*’ zie Goode 2010, Goode 2016, Goode en Gullifer 2017, p. 36 – 38 of Perry 2019.

⁸²² Worthington 2010, p. 4, Goode 2016, hoofdstuk 25 en Goode en Gullifer 2017, hoofdstuk 4.

restricties toch zekerheden op activa kon vestigen.⁸²³ De flexibiliteit was vooral nodig voor activa die continue verhandeld werden, zoals bij voorraden of uitstaande vorderingen (*'book debts'*). Dit is een klasse van activa die in de onderneming blijft ronddrijven (*'floating'*), maar wel nodig is om een onderneming in de *'ordinary course of business'* gaande te houden.⁸²⁴ Het antwoord was de *'floating charge'*. Het kenmerk van de *'floating charge'* is dat de partijen de activa in het contract niet hoeven te specificeren. Onder de zekerheid valt een klasse van huidige en toekomstige goederen die voor het concernonderdeel nodig zijn voor de uitvoering van de economische activiteiten.⁸²⁵ De *'floating charge'* bevat de afspraak dat de zekerheidsnemer automatisch de zeggenschap over de activa krijgt als zich een bepaalde gebeurtenis voordoet waaruit blijkt dat het concernonderdeel de schuld niet meer kan terugbetalen. Dit is het moment van *'kristallisatie'*. Op dit moment wordt de *'floating charge'* omgezet in een *'fixed charge'* met als gevolg dat de zekerheid is gekoppeld aan alle activa die het concernonderdeel op dat moment gebruikt voor de uitvoering van de economische activiteiten. Het moment van kristallisatie kan op verschillende manieren ontstaan, zoals het feitelijk staken van de ondernemingsactiviteiten, beëindiging van het management, faillissement, bij een gebeurtenis waarbij het betalen van de schuld in gevaar komt of bij elke andere gebeurtenis zoals afgesproken.⁸²⁶

Goode legt uit dat een zekerheidsnemer echter vaak toch de voorkeur heeft om zo veel mogelijk *'fixed charges'* te vestigen vanwege een aantal onzekerheden en risico's die aan een *'floating charge'* kleven. Zo gaat de vordering van de fiscus bij liquidatie in rang voor ten opzichte van de vordering van de houder van de

⁸²³ Goode 2010, p. 721- 722, , Goode 2016, hoofdstuk 25 en Goode en Gullifer 2017, hoofdstuk 4.

⁸²⁴ Zie Worthington 2010, voetnoot 17.

⁸²⁵ Siebe Gorman & Co. Ltd. Vs. Barclays Bank Ltd. [1979] 2 Lloyds Rep. 142.

⁸²⁶ Goode 2010, p. 728 – 732, Goode 2016, hoofdstuk 25, Goode en Gullifer 2017, hoofdstuk 4 of Perry 2019.

'floating charge'.⁸²⁷ Daarnaast kan de *'floating charge'* minder bescherming bieden bij sommige reddingsoperaties en is het de vraag in hoeverre de zekerheid in internationaal verband wordt erkend.⁸²⁸ Om die reden was een tendens om wel *'fixed charge'* te vestigen, maar deze zekerheden toch flexibel te maken door de restricties, zoals toestemming van de zekerheidsnemer, te beperken. De *'fixed charge'* begon daarmee feitelijk steeds meer te lijken op een *'floating charge'*. In *Re Spectrum Plus Ltd*⁸²⁹ heeft de Engelse rechter deze ontwikkeling gestopt. Volgens de rechter is de mate waarin een onderneming vrij over de activa kan beschikken bepalend voor de kwalificatie van de *'charge'* als *'fixed'* of *'floating'*. Om te kunnen spreken van een *'fixed charge'* moet een onderneming daadwerkelijk beperkt zijn om de activa te gebruiken. Het ging in deze zaak om een bank die voor een financiering een zekerheid (*'charge'*) had gevestigd op de vorderingen van Spectrum op haar debiteuren (*'book debts'*). De partijen waren overeengekomen dat de debiteuren konden betalen op een betaalrekening die Spectrum bij de betreffende bank aanhield. De bank was dus financier en beheerde de bankrekening. Spectrum mocht van de bank de betaalrekening op een normale manier gebruiken en kon te allen tijde geld van de rekening halen. Spectrum stond zelfs vaak in het rood. Volgens de bank kwalificeerde de *'charge'* als een *'fixed charge'*. De Engelse rechter oordeelde anders en gaf aan dat de zekerheid kwalificeerde als een *'floating charge'*, omdat de zekerheidsnemer onvoldoende maatregelen had genomen om zelf controle op de bankrekening uit te oefenen. De uitspraak heeft tot discussie geleid met als vraag of de Engelse rechter de financieringspraktijk niet te veel beperkte.⁸³⁰ Worthington merkt daarover op dat de hele discussie vooral gevoed wordt doordat de wetgever een belangrijk

⁸²⁷ Goode 2011, p. 365 – 367. Zie s 175 (2) onder 9 b) Insolvency Act.

⁸²⁸ Wood 2007-b, p. 443.

⁸²⁹ [2005] UKHL 41, [2005] 2 AC 680.

⁸³⁰ Zie bijvoorbeeld Worthington 2010, Addy 2010, , Goode 2016, hoofdstuk 25, Goode en Gullifer 2017, hoofdstuk 4 of Perry 2019.

onderscheid in rangorde heeft aangebracht voor een '*floating charge*' zonder dat hiervoor duidelijke criteria zijn gegeven.⁸³¹ Goode is overtuigd dat door de uitleg van de rechter in deze zaak een '*fixed charge*' zo goed als onmogelijk is geworden.⁸³² De consequentie van de uitspraak is dat een bank extra maatregelen moet nemen om te zorgen dat een '*fixed charge*' is gevestigd, bijvoorbeeld door de betalingen op een geblokte rekening te zetten of via een rekening van een andere bank.⁸³³ De zekerheidsnemer moet daarmee extra transactiekosten maken om te zorgen dat de zekerheid kwalificeert als een '*fixed charge*'. Tegenover deze extra transactiekosten staan baten voor die zekerheidsnemer, bijvoorbeeld omdat de zekerheidsnemer met deze zekerheid een betere verhaalspositie heeft ten opzichte van de fiscus. Het is aan de moeder en de zekerheidsnemer de baten af te wegen tegen de extra transactiekosten en hierover met het concernonderdeel afspraken te maken.

⁸³¹ Worthington 2010, p 10. Zie ook Perry 2019.

⁸³² Goode 2010, p. 722- 726, Goode 2016, hoofdstuk 25 en Goode en Gullifer 2017, hoofdstuk 4. Zie ook Burrows 2013, p. 345 – 346 die de verschillende visies over de aard van de '*floating charge*' uiteenzet. Zie ook Perry 2019.

⁸³³ Worthington 2010, , Goode 2016, hoofdstuk 25, Goode en Gullifer 2017, hoofdstuk 4, Addy 2010 of Perry 2019.

10.1.4 Voorrangsposities

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In welke mate zijn er verschillen in recht tussen de landen in de EU mede in vergelijking met de juridische ordening in de VS?

Voor een zekerheidsnemer is bij het vestigen van een zekerheid van belang te weten op welke wijze een land de voorrangspositie van een zekerheidsnemer bepaalt. Een kenmerk van een zekerheidsrecht is immers dat de zekerheidsnemer een voorrangspositie heeft ten opzichte van andere schuldeisers (concurrente schuldeisers, curator en tweede zekerheidsnemers). In de landen gelden verschillende voorwaarden om voorrang van een zekerheidsnemer te bepalen.

In de VS en het VK is het tijdstip van ‘*perfection*’ (zie hoofdstuk 11 voor een verdere uitleg) bepalend voor het vestigen van een zekerheid en de daarmee samenhangende voorrangspositie. Dat is het moment dat voor derden duidelijk is dat een zekerheid is gevestigd. De zekerheid waarbij als eerste de ‘*perfection*’ is afgerond kent de hoogste rangorde.⁸³⁴ Het uitgangspunt voor voorrang is ‘*first to file*’ (§ 9-322 (a) (1) UCC). Een zekerheid die aan derden bekend is gemaakt gaat altijd voor op een ‘*unperfected*’ zekerheid, zelfs als dit een recht is dat eerder is gevestigd. Als de zekerheid niet is geregistreerd (en dus geen ‘*perfection*’ heeft plaatsgevonden) geldt als hoogste in rang de zekerheid waarover de zekerheidsnemen en -gever het eerste afspraken over de zekerheden hebben vastgelegd (‘*attachment*’). Daarnaast kent het Amerikaanse zekerhedenrecht een zekerheid met een zeer hoge voorrangspositie die voor alle andere zekerheden

⁸³⁴ Boude 2004, p. 53 – 54 en Hamwijk 2014, p. 224 e.v.

gaat. Dit is de *'purchase money security interest'* (PMI), oftewel een vorm van eigendomsvoorbehoud zoals ik eerder in dit hoofdstuk al heb beschreven. Deze vorm van een zekerheid kent een hoge prioriteit en gaat zelfs voor op zekerheden die eerder bekend zijn gemaakt (§ 9 -324 UCC). De zekerheid kent een *'super-priority'* (§ 9 – 324 UCC).⁸³⁵ Het is een zekerheid die al lange geschiedenis in de VS kent. White en Summers sommen een aantal argumenten op voor de sterke positie van een dergelijke zekerheid.⁸³⁶ Een reden kan zijn dat van een leverancier niet kan worden verwacht dat deze de registers nagaat om na te gaan of andere partijen bij voorbaat een zekerheid op de geleverde activa hebben gevestigd. Het doel van deze vorm van zekerheid is om de positie van de leverancier te beschermen. Een ander argument is dat de PMI het concernonderdeel de mogelijkheid geeft om financiering aan te trekken als de huidige zekerheidsnemer niet bereid is extra financiering te verschaffen. Het voordeel hiervan is dat een verschaffer van PMI-krediet als *'late-in-time'* schuldeiser beter in staat is te beoordelen in hoeverre nieuwe financiering toegevoegde waarde heeft. Het voorkomt dat een bestaande zekerheidsnemer de mogelijkheden blokkeert om nieuwe projecten op te starten.⁸³⁷ Het tegenargument van Wood is dat leveranciers alleen zeer korte termijn financiering verschaffen en geen nieuw kapitaal inbrengen. In zijn woorden is de *'sympathy for the trader widely felt'*.⁸³⁸ Dalhuisen benadrukt dat een dergelijke zekerheid zoals de PMI geen manier is om extra financieringsruimte te creëren.⁸³⁹ Het is vooral een zekerheid waarmee een concernonderdeel nieuwe activa aan kan trekken. De PMI als zekerheid kan een functie vervullen bij bijvoorbeeld herstructurering.

⁸³⁵ Wood 2007-b, p. 242 – 243 en Hamwijk 2014, p. 226.

⁸³⁶ Zie White en Summers 2010, p. 1285 – 1291.

⁸³⁷ Zie Kanda en Levmore 1997, Mann 1997, Scott 1997, Struycken 2009, p. 166 en Jackson en Kronman 1979.

⁸³⁸ Wood 2007-b, p. 242 - 243. Zie ook Hamwijk 2014, p. 245 e.v.

⁸³⁹ Dalhuisen 2007, p. 676 – 679. Zie ook Hamwijk 2014, p. 245 e.v.

In Europa verschillen de regels van voorrang voor elk land. De rechten van voorrang in het Engelse recht zijn bijvoorbeeld bijzonder complex.⁸⁴⁰ Zo is een ‘floating charge’ achtergesteld ten opzichte van ‘mortgages’ en ‘fixed charges’ die zijn aangegaan voorafgaand aan het moment van kristallisatie. Als hoofdregel geldt dat een eerder gevestigd zekerheidsrecht voor gaat op een latere zekerheidsrecht. In het Engelse recht geldt verder dat een ‘legal interest’ in rang voor kan gaan op een ‘equitable interest’, zelfs als deze laatste eerder is gevestigd. Een ‘legal interest’ is een zekerheid waarbij aan alle wettelijke voorschriften is voldaan. Als niet aan alle voorschriften is voldaan dan hebben de partijen nog steeds een geldige contractuele afspraak, maar is het recht ‘equitable’. Een voorwaarde voor een hogere rang van de ‘legal right’ is dat de zekerheidsnemer te goeder trouw is en het eerder gevestigde ‘equitable right’ niet kent.⁸⁴¹ Dit vloeit voort uit de zaak *Dearle v. Hall*⁸⁴² waarin is bepaald dat het vestigen van een recht met een ‘notice’ bekend moet worden gemaakt aan een tweede zekerheidsnemer. De ‘notice’ is geen constitutief vereiste voor het zekerheidsrecht, maar is bedoeld om de onderlinge voorrangsposities van zekerheidsnemers vast te stellen. De partijen hebben verschillende manieren om een ‘notice’ af te geven, bijvoorbeeld door registratie van de zekerheid. Het argument is dat een tweede zekerheidsnemer het bestaan van een zekerheid uit het register had kunnen halen en dus bekend met de zekerheid moet zijn. De ‘notice’ is bewezen als er redenen zijn om aan te nemen dat een partij het register heeft doorzocht. Als een partij het register echter niet heeft geraadpleegd blijft onzeker of een registratie voldoende is.⁸⁴³ Voor sommige partijen geldt wel een rechtsvermoeden dat zij een ‘notice’ kennen, zoals voor

⁸⁴⁰ Zie bijvoorbeeld Calnan 2004, Burrows 2013, Goode 2016, Goode en Gullifer 2017.

⁸⁴¹ Burrows 2013, p. 358.

⁸⁴² *Dearle vs Hall* (1823) 3 Russ 1, 38 ER 475.

⁸⁴³ Calnan 2004, p. 26 – 30. Zie ook Goode 2016, p. 728 e.v. en Goode en Gullifer 2017, p. 184 – 186.

banken waarvan aannemelijk is dat zij een registeronderzoek uitvoeren.⁸⁴⁴ Voor de overige gevallen is geen eenduidig beleid over het belang van registratie voor het bewijzen van een ‘notice’. Dit kan voor elk register verschillen.⁸⁴⁵ Een extra complicatie is dat de eis van de ‘notice’ niet voor alle soorten rechten nodig is, zoals voor een ‘trust’ of zekerheden op aandelen.⁸⁴⁶ Om onduidelijkheden over voorrangsposities te voorkomen sluiten banken onderling vaak ‘priority agreements’ waarin de partijen hun onderlinge voorrangspositie contractueel afspreken.⁸⁴⁷

In Nederland staat wettelijk vast welke rechten voorrang kennen, zoals het pand- en hypotheekrecht (artikel 3:278 en 279 BW). In Nederland kunnen zekerheidsnemers bij faillissement hun rechten uitoefenen, los van een faillissement (artikel 57 Fw). Daarmee kunnen de zekerheidsnemers de activa waaraan de zekerheden zijn gekoppeld afzonderen van de failliete boedel en kunnen zich met voorrang verhalen op de opbrengst van de activa. De pandnemer kan de gekoppelde activa direct verkopen en kan zich verhalen op de opbrengst (artikel 3:248 BW). Een tweede pandnemer die een lager recht heeft kan de activa slechts verkopen met handhaving van de voorrangspositie van de eerste pandnemer. In het Duitse recht is een onderscheid gemaakt tussen het recht om activa af te zonderen van de failliete boedel (‘*Absonderung*’; § 47 InsO) en een recht op een preferentiële behandeling (‘*Aussonderung*’; § 49 e.v. InsO). Bij dit laatste speelt de curator een sleutelrol die zorgt voor uitbetaling met voorrang van de vorderingen.⁸⁴⁸ De curator kan over de activa beschikken als deze in zijn bezit zijn (§ 166 InsO). De ‘*Aussonderung*’ geldt voor zekerheden zoals pandrechten

⁸⁴⁴ Calnan 2004, p. 36. Zie ook Goode 2016, p. 728 e.v. en Goode en Gullifer 2017, p. 184 – 186.

⁸⁴⁵ Burrows 2013, p. 363 – 364. Zie ook Goode 2016, p. 728 e.v. en Goode en Gullifer 2017, p. 184 – 186.

⁸⁴⁶ Burrows 2013, p. 356. Zie ook Goode 2016, p. 728 e.v. en Goode en Gullifer 2017, p. 184 – 186.

⁸⁴⁷ Calnan 2004, p. 33. Zie ook Goode 2016, p. 728 e.v. en Goode en Gullifer 2017, p. 184 – 186.

⁸⁴⁸ Jäkel 2004, p. 114.

(§ 50 InsO), ‘*Sicherheitsübereinigung*’ of de ‘*Sicherungsabtretung*’ (§ 51 InsO). In Duitsland brengt het eigendomsvoorbehoud een ‘*Aussonderungsrecht*’ bij faillissement met zich mee. Dit betekent dat de activa buiten de failliete boedel blijven (§ 47 InsO). Dit geldt echter niet voor de zekerheden op de vorderingen bij een horizontaal verlengd eigendomsvoorbehoud. Dit zijn feitelijk zekerheden op vorderingen en deze zijn als ‘*Absonderungsrecht*’ aangemerkt (§ 50 InsO).⁸⁴⁹ Deze vordering is wel preferent ten opzichte van concurrente schuldeisers, maar wordt via de curator geïnd. Tevens kan de Duitse curator besluiten om de activa waar het eigendomsrecht op rust alsnog te gebruiken ten behoeve van de failliete boedel. De voorwaarde is dat een verlies van de waarde van de activa moet worden gecompenseerd (§ 172 (1) InsO).

In het voorstel voor de Draft Common Frame of References (DCFR) staat tevens een regeling voor voorrang voor zekerheden. De DCFR is een voorstel voor een uniform Europees privaatrecht dat is opgezet door een aantal universiteiten in de EU. In hoofdstuk 5 heb ik de achtergrond van deze regeling besproken. In de DCFR is opgenomen dat de voorrang wordt bepaald door de ‘*relevant time*’. Dit is het moment dat zekerheden effectief worden, zoals door inbezitname, controle door de zekerheidsnemer of het moment van registratie (Book IX – 3:101). Als een zekerheid niet effectief is gemaakt dan geldt deze niet ten opzichte van houders van eigendomsrechten, een schuldeiser die al met de executie is begonnen en de curator. Een niet-effectieve zekerheid staat altijd in rang achter een effectief gecreëerde zekerheid, zelfs als een niet-effectieve zekerheid eerder is gevestigd. De rangorde tussen niet-effectieve zekerheden wordt bepaald door het tijdstip van ‘*creation*’ (Book IX – 4:101 DCFR). Daarnaast kent het DCFR een ‘*superpriority*’, zoals een zekerheid op een ‘*finance device*’ die in rang voorgaat op andere zekerheden (Book IX – 4:102 DCFR). Een ‘*finance device*’ is een retentierecht of een vorm van eigendomsvoorbehoud en geldt als een zekerheid voor

⁸⁴⁹ Bauer en Stürner 2009, p. 842. De volgende druk van Bauer en Stürner verschijnt in 2023.

financiering van specifieke activa (Book IX – 1:102 (3) DCFR). De opzet van het DCFR is vergelijkbaar met het stelsel in de VS.

De bovenstaande beschrijving laat zien dat een moeder en een bank als zekerheidsnemer in de juridische ordening van de verschillende landen zekerheden kunnen vestigen. De wijze waarop de moeder en de bank een zekerheid vestigen en wat de voorrangpositie is kan per land verschillen. Dat betekent dat een financier die in het internationale verkeer opereert zoals een bank te maken heeft met transactiekosten vanwege een verschil in het zekerhedenrecht tussen de landen.⁸⁵⁰ De vraag is in hoeverre dit verschil tot onnodige transactiekosten leidt bij financiering van een internationaal concern waarbij elk concernonderdeel in verschillende landen economische activiteiten uitvoert. In de VS is geen verschil in het zekerhedenrecht tussen de staten, omdat de meeste staten het zekerhedenrecht van Chapter 9 UCC in hun juridische ordening hebben opgenomen (zie hoofdstuk 5). Dit duidt op een verhoogd risico op onnodige transactiekosten bij de financiering van een internationaal concern in de EU in vergelijking met de VS.

In het vervolg van dit hoofdstuk ga ik in op de gevolgen van de verschillen in de juridische ordening tussen de landen in het zekerheidsrecht. In de eerste plaats beschrijf ik in hoeverre het voor een zekerheidsnemer voldoende duidelijk is welk recht het vestigen en executeren van een zekerheid beheerst. Als het toepasselijk recht voldoende duidelijk is kan een bank rekening houden met verschillen in recht. In de tweede plaats ga ik na in hoeverre een vrije rechtskeuze wenselijk is zodat de bank en de moeder kunnen kiezen voor het zekerhedenrecht dat leidt tot de laagste transactiekosten. In de derde plaats onderbouw ik in dit hoofdstuk en in hoofdstuk 11 in hoeverre bepalingen uit het zekerhedenrecht van een bepaalde lidstaat zich verhoudt tot de vrij verkeerbepalingen uit het VWEU (vrij verkeer van kapitaal bij zekerheden voor financiering en de vrijheid van goederen bij het

⁸⁵⁰ Zie ook Chang en Smith 2019 die aangeven dat een deel van de verschillen in zekerhedenrecht in de loop van de tijd naar elkaar toe zullen groeien.

eigendomsvoorbehoud). Ik gebruik hier het afwegingskader zoals volgt uit het Europese recht. Tot slot geef ik aan in welke mate uniformering of harmonisering van het zekerhedenrecht wenselijk is.

10.2 Zekerheden in internationaal verband

10.2.1 Bepalen van het toepasselijke recht

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?

In dit hoofdstuk bespreek ik op welke wijze het toepasselijke recht bij zekerheden moet worden bepaald. Op grond van het toepasselijke recht kan een zekerheidsnemer nagaan aan welke voorwaarden het zekerheidsrecht moet voldoen bij het vestigen en het invoeren van een zekerheid.

Om het toepasselijke recht voor zekerheden te bepalen is nodig een onderscheid te maken tussen de contractuele afspraken tussen de zekerheidsnemer en -gever, de goederenrechtelijke vraagstukken (goederenrechtelijke regime) en de wijze van executie.⁸⁵¹ Voor het toepasselijke recht voor de contractuele afspraken zijn de bepalingen van de Rome – I verordening bepalend (zie ook hoofdstuk 4). Op grond van artikel 3 Rome – I verordening hebben contractspartijen de mogelijkheid van een rechtskeuze. Bridge geeft aan dat een Engelse rechter zich bij het vaststellen van het toepasselijke recht veelal zal laten leiden door de afspraken tussen de partijen over de rechtskeuze. Een Engelse rechter zal daarmee rechtskeuze over zekerheden accepteren.⁸⁵² In andere landen kan dit anders liggen. Zo hebben in Nederland de partijen wel een rechtskeuze bij vraagstukken over de onderliggende overeenkomst ten behoeve waarvan de zekerheid is gevestigd. Deze rechtskeuze geldt bijvoorbeeld voor het contract voor de concernfinanciering. De rechtskeuze geldt niet zondermeer voor een keuze voor het toepasselijke

⁸⁵¹ Dalhuisen 2007, p. 699 – 701.

⁸⁵² Bridge 2004, p. 125 – 126.

zekerhedenrecht. Om een zekerheid te vestigen moeten de partijen bijvoorbeeld in Nederland en Duitsland tevens een zogenoemd goederenrechtelijk contract sluiten waarin de wilsovereenstemming is vastgelegd over het vestigen van de zekerheid. Asser / Kramer en Verhagen geven aan dat, in ieder geval voor Nederland, vraagstukken over dit contract eveneens onder het goederenrechtelijke regime vallen voor zover de geldigheid van deze overeenkomst een zelfstandig vereiste is voor het vestigen van de zekerheid.⁸⁵³ Voor dit goederenrechtelijke contract kan het toepasselijke recht dus niet worden bepaald op grond van de Rome – I verordening en geldt geen rechtskeuze.

Voor het bepalen van het toepasselijke recht voor het goederenrechtelijk regime voor zekerheden geldt het beginsel van de ‘*lex rei sitae*’ of de situsregel.⁸⁵⁴ Dat betekent dat het recht van toepassing is van het land waar de activa zich bevinden. Deze hoofdregel is bijvoorbeeld opgenomen in Nederland in artikel 10:127 BW en in Duitsland in § 43 EGBGB. De situsregel geldt voor alle stoffelijke objecten die voor menselijke beheersing vatbaar zijn (zoals voor het Nederlandse recht alle zaken op grond van artikel 3:2 BW).⁸⁵⁵ De situsregel gaat op voor zekerheden op onroerende en roerende zaken en niet voor zekerheden op vorderingen.⁸⁵⁶ Struycken geeft over zekerheden op vorderingen aan dat in ieder geval de Nederlandse wetgever geen aansluiting heeft gezocht voor de situsbenadering voor zaken.⁸⁵⁷ Hier kom ik in hoofdstuk 12 op terug. Wat vermogensrechten betreft geeft Van der Weide⁸⁵⁸ aan dat de situsregel alleen geldt voor zover de vermogensrechten tot een fysieke plaats herleidbaar zijn. Voor de lokalisering van het recht is daarmee de ligging (situs) van de activa bepalend op

⁸⁵³ Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/259.

⁸⁵⁴ Voor een uitleg zie Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/409.

⁸⁵⁵ Strikwerda 2002, p. 154.

⁸⁵⁶ Zie Struycken 2013 en Ramaekers 2013.

⁸⁵⁷ Zie Struycken 2013.

⁸⁵⁸ Van der Weide 2006, p. 15 – 17.

het tijdstip dat alle noodzakelijke rechtsfeiten, zoals een notariële akte, zijn afgerond (voor Nederland zie artikel 10:127 lid 5 BW). Dit geldt net zo goed voor toekomstige activa.⁸⁵⁹ Voor activa in een concern betekent dat het toepasselijke recht, ongeacht de statutaire vestiging van een concernonderdeel, wordt bepaald door de ligging van de activa. De ligging van de activa als hoofdregel voor het bepalen van het toepasselijke recht is een eenvoudige manier om het toepasselijke recht vast te stellen, vooral voor onroerende zaken. Deze zaken zijn immers altijd tot dezelfde situs te herleiden en over het toepasselijke recht ontstaan in het internationale verkeer nauwelijks onduidelijkheden.⁸⁶⁰ De situsregel is een algemeen aanvaarde regel die vrijwel in alle buitenlandse codificaties of wetten over het internationale goederenrecht zijn vastgelegd.⁸⁶¹ Volgens Van der Weide heeft de regel de rechtszekerheid van het internationale zaken doen in een belangrijke mate bevordert.⁸⁶² Veder noemt de situsregel een duidelijke, eenvoudige en voorspelbare regel die de tenuitvoerlegging van zekerheden bevordert.⁸⁶³ Volgens Asser / Kramer en Verhagen is de situsregel een bijna vanzelfsprekend gevolg van de fysieke en economische verbondenheid van een zaak met de plaats van ligging waarbij de desbetreffende lidstaat de goederenrechtelijke orde in eigen hand kan houden.⁸⁶⁴ Het toepasselijke recht is op grond van de situsregel voor alle betrokken partijen waaronder een bank goed voorzienbaar waaraan de betrokken partijen een gerechtvaardigd vertrouwen kunnen ontlenuen.⁸⁶⁵

⁸⁵⁹ Veder 2009, p. 272 – 275 of Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/421 – 429.

⁸⁶⁰ Dalhuisen 2007, p. 545.

⁸⁶¹ Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/409 en 410.

⁸⁶² Van der Weide 2006, p. 17 en Van der Weide 2011, p. 44.

⁸⁶³ Veder 2009, p. 272 – 275.

⁸⁶⁴ Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/411.

⁸⁶⁵ Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/411.

10.2.2 Onzekerheden over het toepasselijke recht bij roerende zaken – *conflict mobile*

Bij het vaststellen van het toepasselijke zekerhedenrecht bij roerende zaken kunnen onduidelijkheden ontstaan, bijvoorbeeld als activa tussen lidstaten worden verplaatst nadat een zekerheid is gevestigd. Dit risico doet zich onder andere voor in concernverband, bijvoorbeeld als roerende zaken na het vestigen van een zekerheidsrecht van het ene concernonderdeel (land van oorsprong) worden verplaatst naar een concernonderdeel in een ander land (land van bestemming). Voor een zekerheidsnemer, bijvoorbeeld de bank die de concernfinanciering beschikbaar heeft gesteld, kan dit leiden tot onzekerheden. Na verplaatsing van de activa van het ene concernonderdeel naar een concernonderdeel in een ander land kan de bank bij de executie van de zekerheden in het land van bestemming te maken krijgen met het zekerheden- of executierecht van dat land. Het kan zijn dat in het land van oorsprong andere rechten of voorwaarden gelden dan in het land van bestemming. Het land van bestemming kan andere of strengere voorwaarden stellen bij de executie van een zekerheid dan het land van oorsprong. De vraag is dan of het recht van de situs van het land van oorsprong moet gelden of die van het land van bestemming. Voor de rechter in het land van bestemming betekent dit dat bij de executie van de zekerheid moet vaststellen of deze het zekerheidsrecht van het land van oorsprong erkent. Dit is het leerstuk van de ‘*conflict mobile*’ dat omstreden en lastig blijkt te zijn,⁸⁶⁶ maar volgens Van der Weide⁸⁶⁷ vooral een academische discussie is. Om te bepalen in hoeverre de zekerheidsnemer het zekerheidsrecht in kan roepen loopt een rechter in de lidstaat van bestemming tegen verschillende vraagstukken aan. In de eerste plaats moet de rechter nagaan of de zekerheid rechtsgeldig in de lidstaat van oorsprong is gevestigd.⁸⁶⁸ In de

⁸⁶⁶ Schreuder 2011, p. 274.

⁸⁶⁷ Van der Weide 2011.

⁸⁶⁸ Wood 2007-bb, p. 830.

tweede plaats moet de rechter nagaan in hoeverre de zekerheid verschilt van het nationale recht⁸⁶⁹ en eventueel, zoals in Nederland, in hoeverre de buitenlandse zekerheid in strijd is met het publieke belang of een fundamenteel recht in het land van bestemming.⁸⁷⁰ Uiteindelijk is de vraag op welke wijze de rechter de zekerheid accepteert en op welke wijze de zekerheidsnemer de zekerheid in kan zetten. In het internationale privaatrecht van een land is bepaald op welke wijze een rechter een oordeel kan vellen over toepassing van een buitenlandse zekerheid. Hierbij is een onderscheid te maken tussen de transformatie- en assimilatieleer. Bij de transformatieleer wordt een buitenlandse zekerheid omgezet of getransformeerd naar een vergelijkbare binnenlandse zekerheid. Een pandrecht dat naar buitenlands recht is gevestigd wordt dus omgezet naar een binnenlands zekerheidsrecht. De zekerheid van het land van oorsprong houdt op te bestaan en de zekerheidsnemer kan alleen het zekerheidsrecht van het land van bestemming inzetten. In het Duitse internationale privaatrecht geldt deze leer.⁸⁷¹ De transformatie kan zich dus voordoen als binnen een concern bepaalde activa die onder het zekerheidsrecht van bijvoorbeeld Nederland vallen worden overgebracht naar het concernonderdeel in Duitsland. De bank kan als zekerheidsnemer in Duitsland alleen een Duits zekerheidsrecht inzetten.

In Nederland geldt de assimilatieleer, zoals bepaald in artikel 10:130 BW. Dit betekent dat een buitenlandse zekerheid blijft bestaan, maar op een analoge wijze wordt toegepast als een vergelijkbaar Nederlandse zekerheidsrecht. Als een zekerheidsnemer in het recht van oorsprong ruimere bevoegdheden heeft dan in Nederland kan de zekerheidsnemer deze ruimere bevoegdheden blijven uitoefenen. Als de rechten in het recht van oorsprong beperkter zijn gelden alleen deze

⁸⁶⁹ In het Rapport Staatscommissie IPR 1998 (p. 25) staat dat als tussen het recht van de landen geen verschil bestaat het vraagstuk over een conflicterend recht logischerwijs niet relevant is.

⁸⁷⁰ Voor Dalhuisen 2007 (p. 701 – 705) is daarmee aannemelijk dat een buitenlands recht alleen zal worden erkend in landen met vergelijkbaar rechtstelsels.

⁸⁷¹ Zie bijvoorbeeld het Rapport Staatscommissie IPR 1998, p. 26.

beperkte bevoegdheden.⁸⁷² Als de buitenlandse zekerheid rechtsgeldig tot stand is gekomen accepteert de Nederlandse rechter deze zekerheid, tenzij de zekerheid fundamenteel onverenigbaar is met de Nederlandse rechtsorde (artikel 10:130 BW). De Nederlandse wetgever heeft daarbij niet uitgewerkt wanneer een zekerheid onverenigbaarheid is met het Nederlandse recht.⁸⁷³ Asser / Kramer en Verhagen leggen daarbij uit dat deze onverenigbaarheidsexceptie in het Nederlandse internationale privaatrecht bestaat uit een equivalentietoets en een toets op het vertrouwensbeginsel.⁸⁷⁴ De equivalentietoets houdt in dat een rechter na moet gaan welk Nederlands zekerheidsrecht vergelijkbaar is met het zekerheidsrecht van oorsprong.⁸⁷⁵ Bij deze toets door de rechter weegt het belang van de zekerheidsnemer en -gever zwaar die een keuze hebben gemaakt om in het land van oorsprong een zekerheidsrecht te vestigen. Bij een toets aan het vertrouwensbeginsel moet een rechter nagaan in hoeverre de belangen van derden zijn gewaarborgd die een belang hebben bij rechtszekerheid en duidelijkheid over het zekerheidsrecht. In een arrest van 14 december 2001 heeft de HR⁸⁷⁶ de mogelijke onverenigbaarheid getoetst bij een vergelijking van de Tanzaniaanse ‘floating charge’ met het Nederlandse stille pandrecht voor vorderingen op naam (artikel 3:239 BW). Volgens de HR is tussen beide vormen van zekerheid geen wezenlijk verschil in doelstelling en resultaat. In beide gevallen gaat het om een zekerheid op bedrijfsmiddelen, zonder dat deze in de uitoefening van het bedrijf wordt geschaad. Hier speelde mee dat de ‘floating charge’ door de ‘receiver’ al

⁸⁷² Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/491 en Asser/Vonken 10-I 2018/412.

⁸⁷³ Schreuder 2011, p. 275.

⁸⁷⁴ Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/500.

⁸⁷⁵ De Vette 2015 geeft aan dat nog niet duidelijk is in hoeverre een zekerheidsrecht uit een ander land vergelijkbaar met een Nederlandse zekerheid moet zijn. De vraag is of een buitenlandse zekerheid verwant moet zijn met een Nederlands zekerheidsrecht (enge benadering) of dat voldoende is dat in het Nederlandse recht een vergelijkbaar concept geldt (ruime benadering).

⁸⁷⁶ HR 14 december 2001, *zaaknummer R01/029HR*. Zie ook De Vette 2015 en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/369.

was omgezet in een *'fixed charge'*. De zekerheid had daardoor betrekking op een afgebakend cluster van vorderingen en was bepaalbaar op grond van het Nederlandse recht. De HR concludeerde dat deze zekerheid gelijkgesteld kon worden met het Nederlandse stille pandrecht en dat de zekerheidsnemer om deze reden dezelfde executiemogelijkheden had. Het was niet nodig de zekerheid om te zetten in een Nederlandse zekerheid, omdat de zekerheid niet onverenigbaar was met het Nederlandse recht. Een verschil met de transformatieleer, zoals in Duitsland, is dat een Duitse rechter de zekerheid omzet in een vergelijkbaar Duits zekerheidsrecht. De rechter hoeft niet expliciet te toetsen of een zekerheid is strijdig met de fundamentele bepalingen in het zekerhedenrecht van de lidstaat van bestemming.⁸⁷⁷ De rechter moet alleen nagaan in hoeverre de buitenlandse zekerheid vergelijkbaar is met een zekerheid in het land van bestemming. In de assimilatieleer moet de rechter nadrukkelijk beoordelen in welke mate de buitenlandse zekerheid verenigbaar is met het nationale recht en in hoeverre de belangen van derden voldoende zijn gewaarborgd (vertrouwensbeginsel). De rechter moet daarmee een expliciete afweging maken of deze een zekerheid naar buitenlands recht accepteert.

Veder⁸⁷⁸ waarschuwt voor Nederland dat de rechter niet te snel moet concluderen dat een buitenlandse zekerheid naar strekking en inhoud gelijk is aan een Nederlandse zekerheid waarbij de rechter vooral streng moet toetsen aan de beperking die het gesloten Nederlandse goederenrechtelijke stelsel met zich meebrengt en het verbod in het Nederlandse recht om een zekerheid te vestigen door het juridisch eigendom van activa over te dragen. Uiteraard moet het niet aan een rechter zijn om een afweging te maken tussen de voor- en nadelen van de verschillende onderdelen van het Nederlandse gesloten systeem van zekerheidsrechten. Het is aan de Nederlandse wetgever om deze afweging te maken. De rechter kan alleen vaststellen welke keuzes in de eigen lidstaat een

⁸⁷⁷ Zie ook Schreuder 2011, p. 275.

⁸⁷⁸ Veder 2009, p. 298.

fundamenteel karakter hebben en moet expliciet afwegen in hoeverre een partij een zekerheidsrecht van een lidstaat van oorsprong kan uitoefenen. Een rechter kan daarmee een afweging maken in hoeverre buitenlandse zekerheidsrecht zich verhoudt tot de fundamentele bepalingen van het Nederlandse goederenrecht.

Een zekerheidsnemer kan de controlerechten onder voorwaarden dus behouden die deze in het land van oorsprong heeft gevestigd.

10.2.3 Optie van rechtskeuze

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre kunnen partijen met een vrije rechtskeuze de transactiekosten vanwege een verschil in recht verdelen?

Een mogelijkheid om transactiekosten vanwege een verschil in het zekerhedenrecht tussen landen weg te nemen is met een vrije rechtskeuze in het zekerhedenrecht.⁸⁷⁹ Bij het zekerhedenrecht gaat het dan in het bijzonder om een vrije rechtskeuze ten aanzien van het goederenrechtelijke regime dat van toepassing is op het zekerheidsrecht. De zekerheidsnemer en de moeder als bestuurder van het concernonderdeel kunnen dan zelf het toepasselijke recht kiezen dat voor deze partijen leidt tot de laagste transactiekosten. De mogelijkheid tot een rechtskeuze kan eventueel in een Europese verordening worden vastgelegd. Verhagen⁸⁸⁰ is voorstander van een vrije rechtskeuze in het zekerhedenrecht en heeft uitvoerig betoogd dat de vrijheid van rechtskeuze, net als in het contractenrecht, ook in het zekerhedenrecht moet gelden. Hij beargumenteert dat de vrijheid in het contractenrecht al wijd is geaccepteerd en een voordeel bleek te zijn bij grensoverschrijdende transacties. In de praktijk is volgens hem gebleken

⁸⁷⁹ Dit wil niet zeggen dat partijen niet zelf een zekerheidsrecht kunnen creëren die niet in de juridische ordening van een land is vastgelegd. Dalhuisen 2018 roept wel op tot een open systeem van zekerheden waarbij alleen bepaalde dwingende bepalingen in de wetgeving komen te staan.

⁸⁸⁰ Verhagen 2011, p. 199.

dat misbruik van een vrije rechtskeuze uitzonderlijk is en door een rechter niet vaak wordt geaccepteerd. Als al sprake van misbruik is dan hebben schuldeisers zonder zekerheid voldoende mogelijkheden voor hun belangen op te komen via bijvoorbeeld het faillissementsrecht of op grond van een vordering via de *actio pauliana* of de onrechtmatige daad. Toch is een vrije rechtskeuze volgens Verhagen in het zekerhedenrecht nog steeds een taboe met als enige argument dat zekerheden derdeneffecten hebben. Verhagen noemt dit een ‘*knock out argument*’ dat pas hout snijdt als precies duidelijk is welke partijen geraakt worden en onbeschermd zijn.⁸⁸¹ Struycken heeft een vergelijkbaar standpunt en geeft aan dat het vooral van belang is de discussie te voeren over een mogelijk exces aan partijautonomie bij een vrije rechtskeuze en mogelijke negatieve gevolgen van een rechtskeuze voor derden.⁸⁸²

Dat betekent wat mij betreft dat een vrije rechtskeuze in ieder geval mogelijk zou moeten zijn om het toepasselijke recht te kiezen dat de interne verhoudingen tussen een zekerheidsnemer en -gever reguleert. Een rechtskeuze heeft als zodanig immers geen negatieve gevolgen voor derden. Met een rechtskeuze kunnen de zekerheidsnemer en -gever kiezen voor het recht dat voor de partijen onderling leidt tot de laagste transactiekosten. Het is voor dergelijke bepalingen niet nodig om tot een uniforme Europese regeling te komen. De vraag is vervolgens in hoeverre een rechtskeuze ook mogelijk moet zijn voor bepalingen die nodig zijn om derden te beschermen. Het lijkt mij dat bij een stelsel van vrije rechtskeuze lidstaten nog steeds de mogelijkheid moeten hebben om, ongeacht de keuze van partijen voor het toepasselijke recht, bepalingen van dwingend recht op te leggen. Zo is dat ook in het internationale contractenrecht geregeld. Op grond van de Rome – verordening kunnen lidstaten bepalingen van dwingend recht vaststellen (zie hoofdstuk 4). Dit zal ook gelden in een eventueel stelsel van vrije rechtskeuze in het zekerhedenrecht waarbij een land bijvoorbeeld dwingende regels op kan leggen

⁸⁸¹ Verhagen 2011, p. 189 – 192.

⁸⁸² Struycken 2011, p. 80 – 82.

om de belangen van derden te beschermen. Een land kan bijvoorbeeld als dwingende voorwaarde in het zekerhedenrecht vaststellen dat zekerheidsrechten moeten worden geregistreerd als de onderliggende activa zich in dat land bevinden.⁸⁸³ Om registratie te voorkomen kunnen de partijen niet voor een toepasselijk recht kiezen waar de registratie van de zekerheid geen vereiste is. Een ander voorbeeld is de eis in het Nederlandse recht dat een zekerheid alleen mogelijk is als de onderliggende activa met voldoende bepaaldheid zijn omschreven (artikel 3:98 jo. 3:84, lid 2 BW). In Nederland zou dit een eis van dwingend recht kunnen zijn. Een rechtskeuze biedt nog steeds niet de mogelijkheid te kiezen voor het vestigen van een ‘floating charge’ voor activa die zich in Nederland bevinden. Daarmee biedt een vrije rechtskeuze in mijn ogen geen volledige oplossing om met een verschil in wetgeving tussen de landen op te gaan voor zover het gaat om bepalingen die nodig zijn om derden te beschermen.

10.2.4 Zekerheden en vrij verkeer van kapitaal

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In welke mate leidt het verschil in recht tot een belemmering van de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal, goederen of een aantasting van de vrijheid van vestiging?
- In welke mate zijn de verschillen in recht die een inbreuk van het vrije verkeer veroorzaken gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert, is de maatregel van een land geschikt en proportioneel?

Het verschil in zekerheidsrechten tussen de landen brengt voor de bank onzekerheden en kosten met zich mee. Het kan zijn dat een bank in het ene land een bepaalde zekerheid kan vestigen bij financiering van een onderneming in dat

⁸⁸³ Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/508.

land, maar die zekerheid niet kan vestigen bij financiering van een onderneming die in een ander land is gevestigd. Als de bank geen rechtskeuze heeft dan betekent dit dat de bank met meer risico een financiering aan moet gaan. In dit hoofdstuk bespreek ik in welke mate dit voor de bank leidt tot een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal en in welke mate een belemmering is gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang.⁸⁸⁴ Deze analyse kan tot de conclusie leiden dat de lidstaten een gerechtvaardigde reden hebben zekerheden uit bepaalde lidstaten niet te accepteren en daarmee de financiering door de bank te belemmeren. In dat geval blijven er transactiekosten vanwege een verschil in recht. In paragraaf 10.2.5. bespreek ik de vraag in hoeverre uniformering of harmonisering van het zekerhedenrecht nodig is. Bij een bevestigend antwoord moet een lidstaat een belemmering wegnemen en hierdoor nemen de verschillen in recht af.

Casus: Een Engelse bank wil een Engelse zekerheid vestigen op zaken in Nederland

In mijn analyse ga ik uit van een bank die concernfinanciering verstrekt aan een concern waarbij de bank zekerheden wil vestigen op activa van de concernonderdelen uit de verschillende landen. Om een zekerheid te kunnen vestigen moet de bank voldoen aan de voorwaarden zoals die gelden in de lidstaat waar de activa zijn gelegen (situs-regel). De bank kan dus niet voor alle activa binnen het concern een eenduidig zekerheidsrecht vestigen. Een ‘*concern floating charge*’ is niet mogelijk. De vraag is in hoeverre dit voor de bank een belemmering is bij het financieren van een concern en of dit in strijd is met het vrije verkeer van kapitaal. Om hier een antwoord op te geven ga ik uit van een bank die in het VK is gevestigd en een ‘*floating charge*’ wil vestigen op activa die zich in Nederland

⁸⁸⁴ Zie ook Verhagen 2007. Zie ook Flessner en Verhagen 2006, p. 67 – 70 en Flessner 2011, p. 221 – 224. Von Bar en Drobnig 2002 geven aan dat de barrières in het goederen- en zekerhedenrecht niet in lijn zijn met het creëren van een interne markt en er geen ‘*level playing field*’ is.

bevinden en worden gebruikt door het Nederlandse concernonderdeel. Dit toets ik aan de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal voor die bepalingen in het Nederlandse recht die de vestiging van een *'floating charge'* voor financiering van ondernemingen in Nederland niet mogelijk maken. Ik kies hier, ondanks de Brexit, voor de Engelse zekerheid als voorbeeld. De reden is dat de *'floating charge'* over het algemeen een ruim zekerheidsrecht is waar alle activa onder vallen die binnen een onderneming aanwezig zijn. Juist bij deze zekerheid is de vraag interessant of andere landen een dergelijke ruime zekerheid wel of niet willen accepteren. Een ander voordeel is dat over de *'floating charge'* veel literatuur beschikbaar is. Wat de Brexit betreft is in artikel 215 van de Handels- en Samenwerkingsovereenkomst van 30 april 2021 afgesproken dat de EU en het VK het vrije verkeer van kapitaal toestaan met het oog op de liberalisering van bepaalde investeringen en andere transacties.⁸⁸⁵

Bevoegdheid HvJ in relatie tot artikel 345 VWEU

De eerste vraag is of het HvJ zich überhaupt uit kan laten over een dergelijk vraagstuk. In artikel 345 VWEU staat dat de bepalingen uit het VWEU de regeling van het eigendomsrecht (en dus het zekerhedenrecht) van de lidstaten onverlet laten. Artikel 345 VWEU brengt echter niet met zich mee dat een lidstaat met bepalingen in het zekerhedenrecht een belemmering op kan werpen die in strijd is met de bepalingen over het vrije verkeer. Volgens het HvJ kan artikel 345 VWEU niet tot gevolg hebben dat *“de in de lidstaten bestaande regelingen van het eigendomsrecht aan de fundamentele regels van het VWEU worden onttrokken, met name niet die inzake het discriminatieverbod, de vrijheid van vestiging en het vrije kapitaalverkeer.”*⁸⁸⁶ Het HvJ kan dus toetsen in hoeverre een bepaling in het

⁸⁸⁵ *PbEU* 2021, L 149/11.

⁸⁸⁶ Zie ro. 36 van de uitspraak van het HvJ 22 oktober 2013, zaak C-105/12 tot en met C – 107/12 (Essent, Eneco en Delta vs. Nederland). Zie ook de uitspraak van het HvJ van 27 februari 2019, zaak C-563/17 (Associação Peço a Palavra e.a.).

Nederlandse recht de vestiging van een zekerheid uit een ander land niet erkend en of dit gerechtvaardigd is vanwege dwingende redenen van algemeen belang.

Dit geldt bijvoorbeeld voor toepassing van de situsregel. Deze regel brengt met zich mee dat bijvoorbeeld het Nederlandse zekerhedenrecht dwingendrechtelijk geldt voor alle zaken die zich in Nederland bevinden. De achterliggende reden van deze regel ligt in de soevereiniteit van de lidstaten die in het zekerhedenrecht regels van dwingend recht willen vaststellen voor zaken die zich op het grondgebied van de lidstaat bevinden.⁸⁸⁷ Een andere rechtvaardiging is dat de situsregel als verwijzingsregel leidt tot rechtszekerheid, omdat met een dergelijke regeling objectief is vast te stellen welk goederenrechtelijk regime geldt.⁸⁸⁸ Net als bij de bovenstaande bespreking van artikel 345 VWEU geldt echter ook voor de situsregel dat een lidstaat de dwingende verwijzingsregel niet op kan leggen als dit leidt tot een belemmering van het vrije verkeer.⁸⁸⁹

Toetsing bepalingen vrij verkeer van kapitaal

Volgens het HvJ houden banktransacties, zoals het verstrekken van kredieten, verband met de vrijheid van dienstverrichting (artikel 56 VWEU) en het vrije verkeer van kapitaal (artikel 63 VWEU). Het HvJ kan aan één van deze vrijheden toetsen als blijkt dat de betrokken maatregelen meer verband houdt met een bepaalde vrijheid.⁸⁹⁰ Het vestigen van een zekerheid houdt geen verband met de wijze waarop een bank haar dienstverlening in algemene zin binnen de EU kan uitoefenen.⁸⁹¹ De bank kan ook zonder het vestigen van een zekerheidsrecht concernfinanciering aan de moeder verstrekken. De zekerheid is nodig als

⁸⁸⁷ Voor een beschrijving van de achtergrond van de situsregel zie ook Ramaekers 2013.

⁸⁸⁸ Huidekoper en Van de Wetering 2013.

⁸⁸⁹ Zie ook Ramaekers 2013.

⁸⁹⁰ Zie de uitspraak van het HvJ 22 november 2018, zaak C-625/17 (Voralberger Landes- und Hypothekenbank AG vs. Finanzamt Feldkrich).

⁸⁹¹ Zie de uitspraak van het HvJ 21 juni 2018, zaak C-480/16 (Fidelity Funds) en de Conclusie van Adv. Gen. Mengozzi van 20 december 2017, zaak C-480/16 (Fidelity Funds).

controlerecht bij het verstrekken van de financiering door de bank. Een mogelijke belemmering vanwege een verschil in het zekerhedenrecht houdt dus vooral verband met de financiering en daarmee het vrije verkeer van kapitaal.⁸⁹² Dat is de reden waarom een eventuele belemmering moet worden getoetst aan de hand van de bepalingen over het vrije verkeer van kapitaal zoals opgenomen in artikel 63 VWEU. Kopalit gaat nog in op een andere grondslag vanuit het Europese recht waarbij een verschil in het zekerhedenrecht, mede vanwege de *lex rei sitae*, een beperking van het vrije verkeer van goederen zou kunnen zijn zoals bedoeld in artikel 34 VWEU (vrij verkeer van goederen).⁸⁹³ Ik ben het met hem eens dat een verschil in zekerhedenrecht niet zondermeer een belemmering van het vrij verkeer van goederen is. Een argument is dat een zekerheidsrecht niet de in- of uitvoer van een goed belemmert, maar vooral de financiering van dat goed zoals ik hierboven uiteen heb gezet. Een bezwaar van de discussie zoals Kopalit die voert is dat hij de discussie over een mogelijke strijd met het Europese vrije verkeer in het zekerhedenrecht te breed voert. Als voorbeeld noemt hij een verschil in recht van het retentierecht. Zoals ik in mijn onderzoek laat zien is het nodig om bij elke specifieke bepaling uit het zekerhedenrecht na te gaan aan welke bepalingen van het vrije verkeer getoetst moet worden en wat voor die specifieke bepalingen rechtvaardigingsgronden zijn. Het is niet mogelijk in algemene zin te concluderen dat verschillen in het zekerhedenrecht leiden tot een beperking van het vrije verkeer.

Op grond van artikel 63 VWEU zijn alle beperkingen in het kapitaalverkeer tussen de lidstaten en tussen de lidstaten en derde landen verboden. Het gaat om maatregelen die niet-ingezetenen van een lidstaat ervan doen afzien om in een

⁸⁹² Zie ook de uitspraak van het HvJ van 16 maart 1999, zaak C – 222/97 (Trummer en Mayer). Een zekerheidsrecht, zoals een hypotheek- of pandrecht is opgenomen in de lijst zoals vastgesteld in bijlage I bij richtlijn 88/361/EEG van de Raad van 24 juni 1988 voor de uitvoering van artikel 67 van het EG-Verdrag.

⁸⁹³ Kopalit, *The Impact of EU Law on Dutch Property Law* 2021/ par. 1.2.3.

bepaalde lidstaat investeringen te doen of ingezetenen ontmoedigen in andere staten investeringen te doen.⁸⁹⁴ Elke belemmering van het vrije verkeer van kapitaal valt onder het verbod, ongeacht de vraag of het zekerhedenrecht op een gelijke wijze geldt voor ingezetenen en niet-ingezetenen.⁸⁹⁵ Het Nederlandse zekerhedenrecht geldt bijvoorbeeld voor alle zaken die zich op het grondgebied van Nederland bevinden. Dit betekent dat een Nederlandse en Engelse bank zich aan de bepalingen van het Nederlandse zekerhedenrecht moeten houden. Het Nederlandse zekerhedenrecht maakt geen onderscheid in de vestigingsplaats van een bank en is daarmee non-discriminatoire. Desondanks kan een bepaling in het Nederlandse zekerheidsrecht een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal zijn.

Belemmering van het vrije verkeer van kapitaal en rechtvaardigingsgronden

De vraag is vervolgens in hoeverre een bank een belemmering ervaart als deze geen ‘*floating charge*’ kan vestigen op zaken die zich in Nederland bevinden. Voor de Engelse bank betekent dit dat zij niet naar eigen wens invulling aan haar controlerechten kan geven. Het is niet uitgesloten dat een Engelse bank per se een ‘*floating charge*’ wil vestigen en besluit geen financiering te verstrekken als de bank voor de activa in Nederland niet een dergelijke zekerheid kan vestigen. Een reden kan zijn dat de ‘*floating charge*’ meer bescherming aan een bank biedt dan een Nederlands zekerheidsrecht. Dit belemmert dan de Engelse bank om kapitaal in Nederland aan te bieden. Daarmee is sprake van een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal. Een lidstaat kan een belemmering van het vrije verkeer van

⁸⁹⁴ Zie de uitspraak van het HvJ van 21 juni 2018, zaak C-480/16 (Fidelity Funds) en de Conclusie van Adv. Gen. Mengozzi van 20 december 2017, zaak C-480/16 (Fidelity Funds) en de uitspraak van het HvJ van 26 mei 2016, zaak C-48/15 (Belgische Staat vs. NN (L) International SA).

⁸⁹⁵ Zie bijvoorbeeld de uitspraak van het HvJ van 4 juni 2002, zaak C-367/98 (Commissie vs. Portugal). Zie no. 44 waar staat dat de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal op algemene wijze een verbod met zich meebrengen het kapitaalverkeer tussen de lidstaten te beperken. Dit verbod gaat verder dan het wegwerken van een op de nationaliteit gebaseerde ongelijke behandeling van de marktdeelnemers op de financiële markten.

kapitaal echter rechtvaardigen vanwege de gronden zoals genoemd in artikel 65 VWEU (zoals openbare orde of openbare veiligheid) of vanwege een dwingende reden van algemeen belang. Een belemmering moet verder geschikt zijn in het licht van de dwingende reden van algemeen belang en de belemmering mag niet verder gaan dan nodig. Een belemmering moet met andere woorden voldoen aan de eisen van geschiktheid en proportionaliteit.⁸⁹⁶

Voor elke bepaling in het zekerhedenrecht moet zo worden nagegaan of die bepaling een belemmering van het vrij verkeer van kapitaal vormt, of zij gerechtvaardigd is op een in het VWEU genoemde grond en of de bepaling geschikt en proportioneel is. Een bepaling in de wetgeving van een lidstaat kan nodig zijn om derden, bijvoorbeeld schuldeisers, te beschermen. Dit is een gerechtvaardigde dwingende reden van algemeen belang.⁸⁹⁷ Een dergelijke belemmering is slechts toegestaan binnen artikel 63 VWEU als de maatregel geschikt is het doel van algemeen belang te bereiken en niet verder gaat dan nodig (proportioneel). Een registratieplicht van zekerheden in een openbaar toegankelijk register lijkt mij bijvoorbeeld een geschikte manier te zorgen dat derden op de hoogte van gevestigde zekerheden zijn voor zover de registratieplicht is beperkt tot de noodzakelijke gegevens. In hoofdstuk 11 kom ik hierop terug.

Het bovenstaande geeft een algemene beschrijving van het beoordelingskader van een mogelijke belemmering van het vrije verkeer van kapitaal. De vraag die ik in deze paragraaf stelde is in hoeverre een belemmering in het Nederlandse recht voor het vestigen van een *'floating charge'* op activa in Nederland in strijd is met de bepalingen over het vrije verkeer. Om hier een antwoord op te geven moet ik nagaan welke specifieke bepalingen in het Nederlandse recht de vestiging van een

⁸⁹⁶ Zie de uitspraak van het HvJ 22 oktober 2013, zaak C-105/12 tot en met C – 107/12 (Essent, Eneco en Delta vs. Nederland), de uitspraak van het HvJ van 21 december 2011, zaak C-271/09 (Commissie vs. Polen) en de uitspraak van het HvJ van 4 juni 2002, zaak C-367/98 (Commissie vs. Portugal).

⁸⁹⁷ Zie HvJ van 25 oktober 2017, zaak C-106/16 (Polbud), ro. 54.

'floating charge' op activa in Nederland belemmeren. Meer specifiek ga ik in op het vereiste in het Nederlandse recht dat een zekerheid alleen mogelijk is als de onderliggende activa met voldoende bepaaldheid zijn omschreven (artikel 3:98 jo. 3:84, lid 2 BW). Een kenmerk van een *'floating charge'* is juist dat de activa pas worden gespecificeerd na het moment van kristallisatie. In hoofdstuk 11 onderbouw ik in detail dat Nederland weliswaar het vrije belemmert door een *'floating charge'* niet volledig te erkennen, maar dat deze belemmering gerechtvaardigd is vanwege een dwingende reden van algemeen belang en de belemmering bovendien geschikt en proportioneel is. Nederland hoeft een dergelijke zekerheid dus niet te erkennen en handelt niet in strijd met artikel 63 VWEU.

10.2.5 Uniformeren of harmoniseren van het zekerhedenrecht

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

Een andere mogelijkheid is dat de Europese wetgever met uniformering van het zekerhedenrecht transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving wegneemt. Dit kan met een uniform zekerhedenrecht, harmonisatie van onderdelen van het zekerhedenrecht of een Europese modelwetgeving. Bouckaert⁸⁹⁸ somt als tegenstander van een uniform zekerhedenrecht wat mij betreft een aantal terechte argumenten op. Om tot een uniform zekerhedenrecht te komen is een forse eenmalige investering nodig waarbij de voorwaarden uiteindelijk een uitkomst zullen zijn van een compromis tussen de lidstaten. Volgens Verstijlen⁸⁹⁹ is het maar zeer de vraag of de voordelen van een uniform Europees zekerhedenrecht (lagere

⁸⁹⁸ Chang en Smith 2019.

⁸⁹⁹ Verstijlen 2006.

transactiekosten) opwegen tegen de nadelen ervan (bijvoorbeeld door concurrentie in wetgeving zoals beschreven in hoofdstuk 5). Een ander argument is dat artikel 345 VWEU de Europese wetgever belet een uniform zekerhedenrecht vast te stellen. Dit beginsel brengt de neutraliteit van het Europese recht tot uiting over de wijze waarop een lidstaat de eigendom in haar lidstaat kan reguleren, voor zover dat geen belemmering opwerpt van bijvoorbeeld het vrije verkeer van kapitaal.⁹⁰⁰ De Europese wetgever kan alleen een Europees uniform zekerheidsrecht vaststellen dat in de plaats komt van het zekerhedenrecht van de lidstaten als alle lidstaten bereid zijn hun eigen bevoegdheid volledig op te geven om zelf keuzes in het zekerhedenrecht van de lidstaat te maken.⁹⁰¹ Dit is uiteindelijk een politieke keuze die de lidstaten moeten maken. In het volgende hoofdstukken kom ik hierop terug. Verstijlen geeft wel aan dat harmonisering eveneens een optie is om onderdelen van het zekerhedenrecht te harmoniseren.⁹⁰² In bijvoorbeeld een richtlijn kunnen bepaalde eisen voor onderdelen van het zekerhedenrecht staan die de lidstaten in hun eigen wetgeving moeten vastleggen. Een voorbeeld zijn bepaalde eisen aan de registratie van zekerheden. Met Europese regels over bijvoorbeeld transparantie voor zekerheden kunnen de transactiekosten per saldo worden verlaagd. In hoofdstuk 11 kom ik hierop terug.

Een andere mogelijkheid om met een verschil in wetgeving om te gaan is het opstellen van Europese modelwetgeving die de lidstaten als inspiratiebron kunnen

⁹⁰⁰ Voor een korte uitleg over artikel 345 VWEU zie de Conclusie van de Adv. Gen. Jääskinen van 16 april 2013, zaak C-105/12 tot en met C – 107/12 (Essent, Eneco en Delta vs. Nederland).

⁹⁰¹ Akkermans en Ramaekers betogen weliswaar dat artikel 345 VWEU de Europese wetgever niet belet een Europees goederenrecht en dus zekerhedenrecht vast te stellen. De vraag is echter of de Europese wetgever een dergelijk Europees zekerhedenrecht in de plaats kan stellen van het zekerhedenrecht van de lidstaten. Het blijft in mijn ogen een bevoegdheid van de lidstaten om een systeem van eigendomsrechten in een lidstaat op te zetten. Zie ook Kopalit, *The Impact of EU Law on Dutch Property Law 2021*/ par. 1.2.3. die wijst op de onduidelijke bewoordingen van artikel 345 VWEU.

⁹⁰² Verstijlen 2006.

gebruiken voor het opstellen van het zekerhedenrecht in de eigen lidstaat. Dit is vergelijkbaar met de VS waar met de UCC ook modelwetgeving is vastgesteld die uiteindelijk door de meeste staten is overgenomen. In hoofdstuk 5 heb ik al gewezen op de Draft Common Frame of Reference (DCFR) waarin een Europese zekerheid is uitgewerkt. Een inspiratiebron voor de DCFR was de Amerikaanse zekerheid uit Chapter 9 UCC. De DCFR kan vervolgens in de EU als modelwetgeving voor de lidstaten dienen. Indien steeds meer lidstaten de bepalingen van de DCFR overnemen geldt uiteindelijk in alle lidstaten hetzelfde recht. Indirect nemen de lidstaten dan de bepalingen van de Amerikaanse zekerheid uit Chapter 9 UCC over. Ook zonder de DCFR kunnen de lidstaten in hun eigen wetgeving echter al een zekerheidsrecht creëren dat vergelijkbaar is met een generieke zekerheid uit Chapter 9 UCC. Wat dat betreft kan de UCC ook zonder een DCFR al een inspiratiebron voor een lidstaat zijn om keuzes in het eigen zekerhedenrecht te maken. De UCC is binnen de EU al een vorm van modelwetgeving.

Voordat ik een conclusie kan trekken of en in hoeverre uniformering of harmonisatie van (onderdelen van) het zekerhedenrecht in de EU nodig is ga ik in hoofdstuk 11 in op de positie van de concurrente schuldeisers die geen zekerheidsrechten hebben. Een zekerheid beperkt immers de verhaalspositie van deze partijen. Een deel van de bepalingen uit het zekerhedenrecht zijn bedoeld ter bescherming van de positie van deze partijen. De mate van uniformering of harmonisering komt mede neer op een afweging van de belangen van de zekerheidsnemer en de concurrente schuldeisers en in hoeverre die belangen op Europees niveau moeten worden beschermd.

10.3 Eigendomsvoorbehoud

10.3.1 Controlemogelijkheden bij een eigendomsvoorbehoud

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

In deze paragraaf ga ik in op de positie van een leverancier die eveneens mogelijkheden heeft om controlerechten te vestigen. Een leverancier die activa aan een concernonderdeel levert heeft de mogelijkheid om met een eigendomsvoorbehoud een bepaalde mate van controle te houden over de geleverde activa. Een eigendomsvoorbehoud betekent dat de leverancier het juridische eigendom over de geleverde activa houdt tot het moment dat het concernonderdeel de vordering van de leverancier heeft betaald. Volgens Goode is een eigendomsvoorbehoud niet een zekerheidsrecht in strikte zin, maar slechts als een opschorting van de overdracht van eigendom.⁹⁰³ Het is niet zozeer een zekerheidsrecht in de zin dat het eigendomsvoorbehoud een zekerheid biedt aan een partij die financiering aan een concernonderdeel beschikbaar stelt. Het eigendomsvoorbehoud biedt echter wel een controlerecht aan een leverancier bij het leveren van bepaalde activa. Daar gaat het mij in dit onderzoek om. In Nederland kan een leverancier een eigendomsvoorbehoud maken. Dit betekent dat de leverancier met een concernonderdeel afsprekt om een bepaalde zaak te leveren en deze zaak ook in de macht van het concernonderdeel brengt. De leverancier kan afspreken de eigendomsoverdracht voor te behouden totdat het

⁹⁰³ Goode 2010, p. 626. Zie ook Verheul, *Eigendomsvoorbehoud (Rechtswetenschappelijke publicaties)* 2018/2.13. die de neutraliteit van het eigendomsvoorbehoud benadrukt. Als de leverancier nog niet is betaald dan kunnen de schuldeisers zich verhalen op de som geld die nodig is om de leverancier te betalen. Als de leverancier al wel is betaald dan kunnen de andere schuldeisers zich verhalen op de zaak die is geleverd.

concernonderdeel heeft betaald. Er geldt een rechtsvermoeden dat de leverancier zich wel heeft verbonden tot overdracht van de zaak aan het concernonderdeel, maar onder de opschortende voorwaarde van betaling door het concernonderdeel (zie artikel 3:92 BW).⁹⁰⁴ Het eigendomsvoorbehoud kan worden gevestigd gericht op de vorderingen die als tegenprestatie dienen bij de levering van een zaak (artikel 3:92 lid 2 BW).⁹⁰⁵ In Duitsland is voor de ‘*einfacher Eigentumsvorbehalt*’ een vergelijkbare bepaling opgenomen (§ 449 BGB).⁹⁰⁶ In het Amerikaanse zekerhedenrecht kan een leverancier de ‘*purchase money security interest*’ (PMI) als een vorm van een eigendomsvoorbehoud vestigen. Deze zekerheid is mogelijk voor de levering van ‘*goods and software*’, waarbij het kan gaan om roerende goederen of inventaris (§§ 9-103 en 9-102 (44) en (48) UCC).⁹⁰⁷

In Europa bestaat tussen de landen wel een verschil in de regelingen over het eigendomsvoorbehoud. Geurts⁹⁰⁸ beschrijft dat het Nederlandse eigendomsvoorbehoud op een aantal onderdelen relatief ruim is, bijvoorbeeld omdat de eisen voor vestiging in Nederland relatief eenvoudig zijn, er in Nederland een minder nauwe band vereist is tussen de vordering van de leverancier en het

⁹⁰⁴ Zie ook Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet*, O&R, no. 117, 2019/par. 2.2 of Verheul, *Eigendomsvoorbehoud (Rechtswetenschappelijke publicaties)* 2018/3.4.

⁹⁰⁵ Zie ook Kaptein e.a., *Het internationale eigendomsvoorbehoud (R&P nr. CA13)* 2015/par. 1.2.2. waarin is uitgelegd dat het eigendomsvoorbehoud zich kan alleen kan strekken tot (i) vorderingen betreffende de tegenprestatie voor door de vervreemder aan de verkrijger krachtens overeenkomst geleverde of te leveren zaken; (ii) of krachtens een zodanige overeenkomst tevens ten behoeve van de verkrijger verrichte of te verrichten werkzaamheden, alsmede (iii) ter zake van de vorderingen wegens tekortschieten in de nakoming van zodanige overeenkomsten.

⁹⁰⁶ Zie ook Kaptein e.a., *Het internationale eigendomsvoorbehoud (R&P nr. CA13)* 2015/ par. 3.2.1. waarin is uitgelegd dat het eigendomsvoorbehoud vooral betekent dat de benodigde ‘*Einigung*’ plaatsvindt onder voorwaarde van voldoening van de koopprijs.

⁹⁰⁷ Zie ook Hamwijk 2014, p. 186 e.v. en Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet*, O&R, no. 117, 2019 / par. 2.5.

⁹⁰⁸ Zie ook Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet*, O&R, no. 117, 2019 / par. 2.2.

onderpand en de effectuering eenvoudiger.⁹⁰⁹ Daarentegen zijn de beschermingsmogelijkheden in Duitsland en het VK op andere fronten ruimer dan in Nederland in die gevallen dat de onderneming als koper de zekergestelde activa van de leverancier doorverkoopt of bewerkt.⁹¹⁰ Zo gelden in Duitsland de mogelijkheden van de zogenoemde horizontale en verticale verlenging van het eigendomsvoorbehoud. Bij een horizontale verlenging wordt de leverancier bij het leveren van de activa bij voorbaat de vordering gecedeerd die de onderneming op een derde krijgt als deze de activa doorverkoopt (§ 398 e.v. BGB). Deze cessie is in het Nederlandse recht vergelijkbaar met een pandrecht op de vordering van het concernonderdeel op de koper van de activa. In het Nederlandse recht kan een leverancier een dergelijke horizontale verlenging echter niet via een eigendomsvoorbehoud afspreken.⁹¹¹ Dit zou betekenen dat de leverancier een leveringsvoorwaarde zou stellen die in strijd is met het fiduciaverbod (artikel 3:84 lid 3 BW). Ook kan de leverancier via het eigendomsvoorbehoud naar Nederlands recht geen (stil) pandrecht op de vordering bij doorverkoop vestigen, omdat nog niet bekend is aan wie de koper de zaak zou verkopen. Dan is er nog de mogelijkheid van de verticale verlenging. Dit kan betekenen dat een leverancier afspreekt dat de koper bij een eventuele verkoop opnieuw een eigendomsrecht afspreekt ('*weitergeleitete Eigentumsvorbehalt*'). Een andere mogelijkheid is dat de leverancier afspreekt dat deze (mede-) eigenaar blijft als de koper een geheel

⁹⁰⁹ Zie ook Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet*, O&R, no. 117, 2019 / par. 14.2.2.

⁹¹⁰ De onderstaande beschrijving van de regelingen uit de lidstaten ontleen ik aan Schreuder 2011, Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet*, O&R, no. 117, 2019 en Hoop 2020.

⁹¹¹ Zie ook Kaptein e.a., *Het internationale eigendomsvoorbehoud (R&P nr. CA13) 2015/* par. 1.2.3.1. en 1.2.3.2. en Hoop 2020. Zie verder Verheul, *Eigendomsvoorbehoud (Rechtswetenschappelijke publicaties) 2018/3.5.* die aangeeft dat de verbreding van het eigendomsrecht betekent dat de neutraliteit van het (enkelvoudige) eigendomsrecht komt te vervallen, omdat de leverancier met een dergelijk eigendomsvoorbehoud een voorrangspositie krijgt ten opzichte van andere schuldeisers. Er ontstaat dus derdeneffecten. Zie ook Geurts 2021 die pleit voor invoering in het Nederlandse recht van een dergelijke verlenging van het eigendomsvoorbehoud.

nieuwe zaak vormt (§ 950 BGB). In deze constructie kan een leverancier afspreken dat de leverancier strikt genomen degene is die de nieuwe zaak vormt en daarmee eigenaar is naar rato van de waarde van de geleverde activa (*‘Verarbeitungsklausel’*).⁹¹² De leverancier is bij deze verticale verlenging van het eigendomsvoorbehoud mede-eigenaar van de machine. In Engeland volgt het eigendomsvoorbehoud als *‘legal right’* opgenomen in ss. 17 – 19 van de Sales of goods Act 1979. Hierin staat dat het eigendom van activa overgaan op het moment dat de partijen hierover afspraken hebben gemaakt of hieraan een beding hebben verbonden. De partijen kunnen dus een voorbehoud verbinden aan het moment van levering. In het Engelse recht zijn daarbij vier soorten bedingen te onderscheiden. Naast het eenvoudige eigendomsvoorbehoud (*‘simple clause’*) kent het Engelse recht de *‘all monies clause’*. Het voorbehoud is dat het concernonderdeel naast betaling van de koopprijs alle andere schulden van de leverancier moet voldoen voordat het concernonderdeel de activa geleverd krijgt. Een andere mogelijkheid in het Engelse recht is een voorbehoud met als gevolg dat verticale verlenging mogelijk is (*‘aggregation clause’*). Dit heb ik hierboven al beschreven. Verder kunnen de leverancier en het concernonderdeel een *‘proceeds of sale clause’* in hun contract opnemen. Dit betekent dat het concernonderdeel de activa mag verkopen, maar dat de opbrengsten toekomen aan de leverancier. Schreuder waarschuwt dat deze laatste clausule kan worden aangemerkt als *‘charge’* en dan geregistreerd moet worden als de leverancier dit voorbehoud rechtsgeldig wil vestigen.⁹¹³ In hoofdstuk 11 kom ik terug op de vereisten van registratie bij zekerheden.

⁹¹² Zie ook Kaptein e.a., *Het internationale eigendomsvoorbehoud (R&P nr. CA13) 2015/* par. 1.2.3.1. en 1.2.3.2., Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet, O&R, no. 117, 2019 /* par. 11.3. en Hoop 2020. De leverancier is in deze opzet de *‘Hersteller’* zoals bedoeld in § 950 BGB.

⁹¹³ Schreuder 2011, p. 262 en Kaptein e.a., *Het internationale eigendomsvoorbehoud (R&P nr. CA13) 2015/* par. 4.2.5. en 4.2.6.

10.3.2 Vrije rechtskeuze

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre kunnen partijen met een vrije rechtskeuze de transactiekosten vanwege een verschil in recht verdelen?

De controlemogelijkheden van een leverancier die vanuit Duitsland of het VK aan een concernonderdeel levert zijn dus op sommige onderdelen ruimer dan in Nederland en met name vanwege de mogelijkheden tot verlenging van het eigendomsrecht. De hoofdregel bij een eigendomsvoorbehoud is dat het toepasselijke recht wordt bepaald door de plaats van ligging van de activa (zie bijvoorbeeld artikel 10:128, lid 1 BW). Als de goederen in Nederland zijn gelegen dan heeft een leverancier die activa uit Nederland levert aan bijvoorbeeld een concernonderdeel in Duitsland of het VK een beperkte mate van rechtskeuze voor de goederenrechtelijke gevolgen van een eigendomsvoorbehoud.⁹¹⁴ De partijen kunnen afspreken dat het recht van toepassing is van het land van bestemming van de geleverde activa. De leverancier kan met bijvoorbeeld het Duitse concernonderdeel afspreken dat voor de levering in Duitsland de verlengingen van het eigendomsvoorbehoud op grond van het Duitse recht gelden zoals ik hierboven heb beschreven. Er moet wel aan een aantal voorwaarden zijn voldaan. De leverancier en het Duitse concernonderdeel moeten als doel hebben de activa daadwerkelijk naar het Duitse concernonderdeel te exporteren. De beperkte rechtskeuze geldt voor ‘voor uitvoer bestemde zaken’. Verder moeten de activa uiteindelijk daadwerkelijk in Duitsland of het VK worden ingevoerd. Het gekozen toepasselijke recht mag niet met zich meebrengen dat het eigendomsrecht zijn werking verliest totdat de prijs volledig is betaald. (artikel 10:128 lid 2 BW).⁹¹⁵

⁹¹⁴ Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/517 – 518.

⁹¹⁵ Zie ook Kaptein e.a., *Het internationale eigendomsvoorbehoud (R&P nr. CA13) 2015/* par. 3.4.3.

Dan de positie van een leverancier uit bijvoorbeeld Duitsland die aan een concernonderdeel in Nederland levert en een verlengd eigendomsvoorbehoud heeft afgesproken. De vraag is in hoeverre deze leverancier een verlenging naar bijvoorbeeld Duits recht ook in Nederland kan invoeren. Een voorbeeld van een verlenging is dat het eigendomsrecht tevens strekt tot vorderingen van het concernonderdeel op een derde koper die de geleverde activa van het concernonderdeel koopt. Met een dergelijke verlenging heeft de leverancier een zekerheid op een vordering gevestigd. De leverancier zou via een assimilatie naar het Nederlandse pandrecht de zekerheid in Nederland uit kunnen winnen.⁹¹⁶ In hoofdstuk 12 ga ik in meer detail in op de vraag op welke wijze het toepasselijke recht op een dergelijke zekerheid moet worden bepaald en in hoeverre een dergelijke zekerheid mogelijk is op absoluut toekomstige vorderingen. Een leverancier uit Duitsland kan in Nederland niet een verticale verlenging uitwinnen voor zover deze verlenging ertoe strekt dat de leverancier mede-eigenaar wordt van een nieuw te vormen hoofdzaak in Nederland. Dit geldt dus als een leverancier een machineonderdeel met een verlengd eigendomsvoorbehoud levert ('*Verarbeitungsklausel*'). Als een concernonderdeel dit machineonderdeel gebruikt voor het bouwen van een machine dan vormt de machine de hoofdzaak. Op grond van het Duitse recht is de leverancier met het verlengde eigendomsvoorbehoud mede-eigenaar. Naar Nederlands is het concernonderdeel eigenaar van de machine die de hoofdzaak vormt (artikel 5:16 BW). Het kan zijn dat het concernonderdeel de machine na de vorming van de machine verplaatst naar Nederland voordat de leverancier het verlengde eigendomsrecht heeft ingeroepen. Op grond van de *lex rei sitae* is het Nederlandse recht van toepassing. Het zekerheidsrecht vervalt in Nederland, omdat het verticaal verlengde

⁹¹⁶ Kaptein e.a., *Het internationale eigendomsvoorbehoud (R&P nr. CA13) 2015/* par. 3.2.3.4 en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/528.

eigendomsvoorbehoud naar Duits recht onverenigbaar is met het Nederlandse goederenrecht zoals bepaald in artikel 5:16 BW.⁹¹⁷

10.3.3 Toets aan de bepalingen van het Europese vrije verkeer van goederen

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In welke mate leidt het verschil in recht tot een belemmering van de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal, goederen of een aantasting van de vrijheid van vestiging?
- In welke mate zijn de verschillen in recht die een inbreuk van het vrije verkeer veroorzaken gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert, is de maatregel van een land geschikt en proportioneel?

Een leverancier uit bijvoorbeeld Duitsland kan dus geen gebruik maken van de mogelijkheid van de verticale verlenging zoals hierboven beschreven, omdat dit onverenigbaar is met het Nederlandse recht zoals bepaald in artikel 5:16 BW. De vraag die ik hieronder uitwerk is in hoeverre Nederland hiermee een belemmering voor de leverancier opwerpt zoals die volgen uit de bepalingen van het vrije verkeer zoals volgt uit het VWEU.

Op grond van artikel 345 VWEU is het uiteraard aan elke lidstaat zoals Nederland om zelf keuzes in de regeling van het goederen- en zekerhedenrecht te maken. Het is dus aan Nederland te bepalen dat Nederland geen mede-eigendom toestaat als een geleverde zaak wordt gebruikt voor de zaakvorming van een nieuwe zaak zoals bepaald in artikel 5:16 BW. Nederland mag hiermee niet

⁹¹⁷ Gerechtshof Leeuwarden 3 maart 2009 (ECLI:NL:GHLEE:2009:BH5277) en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/527.

handelen in strijd zijn met de bepalingen over het vrije verkeer.⁹¹⁸ De vraag is vervolgens onder welke vrijheid een dergelijke maatregel valt. Het vraagstuk over toepassing van het verlengde eigendomsvoorbehoud in Nederland gaat vooral over de wijze waarop in Nederland de eigendomsrechten op roerende zaken geleverd worden. Het is een controlerecht dat nauw verband houdt met de zaak die een leverancier wil leveren.⁹¹⁹ Het verlengde eigendomsvoorbehoud is niet per se gekoppeld aan een contract voor een lening of een vorm van financiering voor een bepaalde onderneming. Het gaat hier dus niet om een belemmering voor een financier om kapitaal beschikbaar te stellen. Een eventuele beperking van artikel 5:16 BW houdt wat mij betreft geen verband met de vrijheid van kapitaal. Het gaat om een controlerecht uit het goederenrecht waar een leverancier uit bijvoorbeeld Duitsland die zijn zaken in Duitsland levert wel gebruik van kan maken, maar waarbij het controlerecht wegvalt als deze leverancier de zaken in Nederland gaat leveren. Voor een leverancier uit Duitsland betekent dit dat deze zijn zaken tegen een hoger risico in Nederland moet afleveren⁹²⁰ dan als deze diezelfde zaken in Duitsland levert. Het is niet uit te sluiten dat die leverancier om die reden zijn haar zaken bij voorkeur in Duitsland doet en zich belemmerd voelt om de zaken in Nederland te leveren. Voor het leveren van zaken moet de leverancier in Nederland in ieder geval een hogere risicopremie in rekening brengen. Het is niet uitgesloten dat een Duitse leverancier er om deze reden voor kiest niet te leveren aan het concernonderdeel in Nederland, omdat de leverancier dan het verlengde

⁹¹⁸ Zie ro. 36 van de uitspraak van het HvJ 22 oktober 2013, zaak C-105/12 tot en met C – 107/12 (Essent, Eneco en Delta vs. Nederland). Zie ook de uitspraak van het HvJ van 27 februari 2019, zaak C-563/17 (Associação Peço a Palavra e.a.).

⁹¹⁹ Zie ook Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet*, *O&R*, no. 117, 2019 over de doelstellingen van het eigendomsvoorbehoud in bijvoorbeeld Nederland en Duitsland. De doelstellingen in beide landen zijn vergelijkbaar.

⁹²⁰ Zie Akkermans en Rameakers 2011 die aangeven dat er sprake is van een belemmering omdat een leverancier met een *'letter of credit'* zijn risico tegen hogere kosten moet afdekken. Hun argument komt op hetzelfde argument neer zoals ik dat nu beschrijf.

eigendomsvoorbehoud niet kan overeenkomen met het Nederlandse concernonderdeel vanwege artikel 5:16 BW. Dat betekent dat de leverancier vanwege deze bepaling wordt belemmerd om zaken in Nederland te leveren. De bepaling kan, minstens indirect en potentieel, de invoer van de goederen uit Duitsland kan belemmeren.⁹²¹ Dit valt onder de bepalingen van het vrije verkeer van goederen.⁹²² Volgens Kopalit⁹²³ kan geen sprake zijn van een beperking van het vrije verkeer van goederen, omdat er een onvoldoende duidelijk verband zit tussen verminderde levering en de bepalingen uit het Nederlandse goederenrecht. Hij verwijst daarbij naar het *Krantz*-arrest.⁹²⁴ Deze verwijzing gaat in mijn ogen niet op. De *Krantz*-zaak gaat om een leverancier die in Nederland zijn verlengde eigendomsrecht naar Duits recht niet kon uitoefenen, omdat de Nederlandse belastingdienst op grond van het Nederlandse belastingrecht de zaak confisqueerde. Volgens het HvJ was hier geen sprake van een belemmering van het vrije verkeer van goederen. Het HvJ legt uit dat het niet erg aannemelijk is dat een leverancier niet in Nederland gaat leveren, omdat deze geconfronteerd wordt met een koper die zijn belastingschuld niet betaalt en een belastingdienst die er bovendien voor kiest net die betreffende zaak te confisqueren. De eventuele belemmering hangt in deze zaak dus af van de keuzes van de belastingdienst. Bij de beperking die ontstaat vanwege het niet kunnen gebruiken van het verlengde eigendomsvoorbehoud is dit verband directer. Het lijkt mij aannemelijk dat een leverancier uit Duitsland wel degelijk kan gaan twijfelen om in Nederland te leveren als deze geen gebruik kan maken van het verlengde eigendomsrecht naar Duits recht. Zijn risicoafweging hangt af van de controlerechten die deze wel of

⁹²¹ Zie ook HvJ van 29 september 2016, zaak C-492/14 (*Essent Belgium*). In deze zaak bestond de belemmering eruit dat bepaalde vormen van groene stroom kosteloos getransporteerd konden worden en voor groene stroom uit andere lidstaten betaald moest worden. Voor een overzicht van de ontwikkelingen in het vrije verkeer van goederen zie ook Lenaerts 2015

⁹²² Akkermans en Rameakers 2011 en Hoop 2020 komen tot dezelfde conclusie.

⁹²³ Kopalit, *The Impact of EU Law on Dutch Property Law 2021*/ par. 2.2.4.2.

⁹²⁴ HvJ van 7 maart 1990, zaak C-69/88 (*Krantz*).

niet in kan zetten. Een ander argument leidt Kopalit af uit Europese regelgeving voor erfrecht waaruit zou blijken dat in de Europese regelgeving zou volgen dat de Europese wetgever het gesloten goederenrechtelijke systeem van bijvoorbeeld Nederland zou accepteren. Deze richtlijn heeft echter niet als doel het Europese goederenrecht te harmoniseren. Dat de lidstaten het goederenrechtelijke systeem bij het erfrecht onderling accepteren wil niet zeggen dat het HvJ om die reden niet meer kan oordelen in hoeverre een beperking bij het eigendomsvoorbehoud in strijd is met de bepalingen over het vrije verkeer. De tegenargumenten van Kopalit gaan dus wat mij betreft niet op.⁹²⁵

Bij een toets aan de bepalingen van het vrije verkeer van goederen geldt dat alle kwantitatieve in- en uitvoerbeperkingen of maatregelen van gelijke werking verboden zijn (artikelen 34 en 35 VWEU). Onder dit verbod vallen alle maatregelen die rechtstreeks of indirect, daadwerkelijk of potentieel het handelsverkeer in de EU kunnen belemmeren.⁹²⁶ Dergelijke belemmeringen zijn toegestaan als de maatregel is bedoeld om de doelen te dienen zoals genoemd in artikel 36 VWEU (zoals openbare orde en openbare veiligheid) of vanwege dwingende redenen van algemeen belang. De discussie over de bestaandevorming bij een hoofdzaak in relatie tot het eigendomsvoorbehoud valt binnen het *'eenheidsbeginsel'* als algemeen beginsel van het Nederlandse goederenrecht.⁹²⁷ Dit betekent dat een lidstaat in haar goederenrecht bepaalt in hoeverre een bepaalde zaak een eenheid moet vormen. In Nederland is gekozen om het eigendomsrecht over een zaak zoveel mogelijk bij elkaar te houden en niet toe te staan dat een persoon een eigendomsrecht over een bestanddeel kan krijgen. Dit is anders dan in Duitsland waar weliswaar geen afzonderlijke rechten mogelijk zijn op wezenlijke

⁹²⁵ Zie ook Akkermans en Rameakers 2011 die tot de conclusie komen dat de beperking in het Nederlandse goederenrecht een belemmering tot een markt veroorzaakt.

⁹²⁶ Zie bijvoorbeeld HvJ van 29 september 2016, zaak C-492/14 (Essent Belgium).

⁹²⁷ Verheul en Verstijlen 2016, p. 73 – 77.

bestanddelen, maar wel op eenvoudige bestanddelen (§ 93 BGB).⁹²⁸ Asser – Mijnssen – De Haan⁹²⁹ gaan in op de rechtvaardigingsgronden voor het ‘*eenheidsbeginsel*’ van het Nederlandse goederenrecht. Zij geven aan dat een te vergaande versnippering van het eigendomsrecht tot een niet aanvaardbare mate van rechtsonzekerheid zou leiden. Voor schuldeisers zou deze versnippering bijvoorbeeld bij een faillissement tot onwenselijke situaties leiden. Zij hebben te maken met een andere schuldeiser die als mede-eigenaar een betere verhaalspositie heeft. Concurrente schuldeisers moeten uit kunnen gaan van een niet versnipperd eigendom van een zaak en hoeven geen rekening te houden met een opdeling van de eigendom. Ook Verheul en Verstijlen⁹³⁰ beschrijven het argument dat het ‘*eenheidsbeginsel*’ nodig kan zijn om onnodige opdeling van rechten op één zaak te voorkomen, omdat dat kan leiden tot kapitaalvernietiging als bijvoorbeeld een zekerheidsnemer zijn rechten wil uitoefenen op dat bestanddeel. Een overtuigender argument voor het behoud van de eenheid van een eigendomsrecht is volgens hen dat daarmee voorkomen wordt dat op een bepaalde zaak verschillende rechten komen te rusten wat dan weer leidt tot een complexere afstemming tussen de verschillende rechthebbenden. Voor het behoud van het ‘*eenheidsbeginsel*’ geldt dus een rechtvaardigingsgrond die nodig kan zijn voor de bescherming van industrieel en commercieel eigendom zoals benoemd in artikel 36 VWEU.⁹³¹

De belemmering die Nederland oplegt vanwege het behoud van het ‘*eenheidsbeginsel*’ moet wel geschikt zijn om het doel van algemeen belang te bereiken en mag niet verder gaan dan noodzakelijk.⁹³² Het ‘*eenheidsbeginsel*’ lijkt mij een geschikte maatregel om te zorgen voor meer rechtszekerheid en te

⁹²⁸ Verheul en Verstijlen 2016, p. 73 – 74.

⁹²⁹ Asser – Mijnssen – De Haan 2001, nr. 60. Zie ook Asser/Bartels & Van Velten 5 2017/2.

⁹³⁰ Verheul en Verstijlen 2016, p. 73 – 77.

⁹³¹ Zie Akkermans en Rameakers 2011 en Kopalit, *The Impact of EU Law on Dutch Property Law* 2021/ par. 2.2.4.3. die er ook vanuit gaan dat er een rechtvaardigingsgrond is.

⁹³² Zie bijvoorbeeld HvJ van 29 september 2016, zaak C-492/14 (Essent Belgium).

voorkomen dat op een zaak verschillende rechthebbenden ontstaan. Een andere schuldeiser dan de leverancier weet bij een ongedeeld eigendomsrecht zeker dat het eigendom bij verhaal beschikbaar is voor verhaal door de gezamenlijke schuldeisers. De keuze voor het ‘*eenheidsbeginsel*’ betekent daarmee uiteindelijk dat de wetgever het belang van de concurrente schuldeisers zwaarder laat wegen dan het belang van de leverancier. De Duitse wetgever maakt hierin een andere belangenafweging dan in Nederland en weegt het belang van de leverancier zwaarder die rechten als mede-eigenaar krijgt. De keuze van de Nederlandse wetgever is niet beter of slechter dan de keuze van de Duitse wetgever. Daar komt bij dat de bepaling van artikel 5:16 BW niet verder gaat dan strikt nodig. De maatregel is daarmee tevens proportioneel. Volgens Akkermans en Ramaekers is de beperking in het Nederlandse recht juist niet proportioneel, omdat er minder vergaande mogelijkheden zijn om concurrente schuldeisers te beschermen zoals met een registratiesysteem.⁹³³ Dit argument gaat wat mij betreft niet op. De Nederlandse wetgever kiest ervoor om de concurrente schuldeisers te beschermen door andere schuldeisers met een voorrangpositie naar Duits recht niet te accepteren. Het uitgangspunt is de eenheid van het eigendom (dus bescherming concurrente schuldeisers) en het niet accepteren van de bevoorrechte positie van een leverancier uit Duitsland. Een dergelijke bescherming is effectiever dan een verplicht registratiesysteem waarbij de concurrente schuldeisers zich moeten weren door onderzoek te doen en een hogere risicopremie in rekening te brengen. Bovendien werkt een dergelijk registratiesysteem alleen als de leverancier in Duitsland het zekerheidsrecht bij het vestigen ervan al in Duitsland zou kunnen registreren. De Nederlandse wetgever heeft het echter niet in haar macht om Duitsland te verplichten een registratiesysteem op te tuigen. Een terecht argument van Kopalit⁹³⁴ is dat een verplichte acceptatie in Nederland van het Duitse verlengde eigendomsrecht zou betekenen dat ook leveranciers in Nederland dan

⁹³³ Akkermans en Ramaekers 2011.

⁹³⁴ Kopalit, *The Impact of EU Law on Dutch Property Law* 2021/ par. 2.2.4.3.

een dergelijk controlerecht zouden moeten hebben. Daarmee zou het Nederlandse gesloten systeem in het goederenrecht uit elkaar kunnen vallen. Dit brengt mij tot de conclusie dat artikel 5:16 BW niet in strijd is met de bepalingen over het vrije verkeer van goederen en kan worden tegengeworpen aan een Duitse leverancier die in Nederland wil leveren. De Nederlandse wetgever hoeft op grond van het Europese recht de bepaling dus niet te schrappen.

Nederland en Duitsland kunnen in de EU dus een eigen afweging maken voor de regeling van het eigendomsvoorbehoud. Dit betekent wel dat er transactiekosten ontstaan vanwege een verschil in wetgeving. Met een uniforme regeling voor het eigendomsvoorbehoud vallen deze transactiekosten weg. Om tot een uniforme regeling te komen is een keuze nodig om de regeling van een bepaalde lidstaat in de hele EU toe te gaan passen. Als de Europese Commissie een dergelijk voorstel wil doen dan moet de Europese Commissie beargumenteren dat de regeling uit die ene lidstaat beter is dan de regeling uit een andere lidstaat. De Europese Commissie moet motiveren dat het belang van bijvoorbeeld de leverancier zwaarder moet wegen (bij een keuze voor een Duitse regeling) dan het belang van de gezamenlijke schuldeisers (zoals in de Nederlandse regeling). Ik zie echter geen rechtseconomische gronden waarop de Europese Commissie een dergelijke afweging kan maken. Het Duitse verticale eigendomsvoorbehoud leidt per saldo niet per se tot lagere transactiekosten dan het Nederlandse *'eenheidsbeginsel'*. De Europese Commissie kan wel kiezen voor de regeling die in de meerderheid van de lidstaten geldt. De minderheid van de lidstaten moet dan haar regeling aanpassen. Dit tast de positie van de schuldeisers uit die lidstaten aan. Aangezien dit verlies zich in de minderheid van de lidstaten voordoet is mijn inschatting dat dit verlies kleiner is dan de winst die ontstaat met een uniforme regeling.

Het is echter niet aan de Europese wetgever om deze afweging te maken. Op grond van artikel 345 VWEU is het aan de lidstaten om zelf de keuzes in hun regeling van het eigendom te maken. Dit betekent dat in de EU bij het leveren van zaken van de ene lidstaat naar een andere lidstaat transactiekosten kunnen ontstaan vanwege een verschil in wetgeving. Deze transactiekosten bestaan niet in de VS,

omdat daar een uniforme regeling geldt. De transactiekosten in de EU komen voor rekening van een internationaal opererende leverancier. Zonder een uniforme regeling op dit onderdeel moeten de transactiekosten in de EU vanwege een verschil in wetgeving voorlopig worden geaccepteerd.

10.4 ‘Negative pledge’

De onzekerheden in het internationale zekerhedenrecht kunnen voor banken of andere financiers een reden zijn om geen goederenrechtelijke zekerheden te vestigen op activa, maar in plaats hiervan extra andere persoonlijke zekerheden (zoals garanties) of verzekeringen te sluiten. Ondernemingen kunnen er verder voor kiezen een zogenoemde ‘*negative pledge*’ af te geven.⁹³⁵ Dit is een contractuele afspraak tussen de bank en de onderneming. De onderneming verplicht zich dan om aan andere partijen geen zekerheden te geven die in rang boven de vordering van de bank gaan. Met een dergelijke afspraak kan de bank transactiekosten besparen. De bank kan met de ‘*negative pledge*’ voorkomen dat derden een betere verhaalspositie krijgen door het vestigen van een zekerheid. Daarmee hoeft de bank niet meer in de verschillende lidstaten een zekerheid te vestigen.

De ‘*negative pledge*’ is een contractuele afspraak tussen twee partijen waar derden niet aan zijn gebonden. De afspraken kennen geen derdenwerking. Derden, zoals een zekerheidsnemer die ondanks de ‘*negative pledge*’ toch een zekerheid met de onderneming afsprekt, zijn in principe⁹³⁶ niet aan de ‘*negative pledge*’

⁹³⁵ Wood 2007-b, p. 43. Zie ook Von Bar en Drobnič 2002, p. 331 – 337 en 443. Zie ook Green paper from the Commission of 1st July 2010 on policy options for progress towards a European Contract Law for consumers and businesses (COM (2010)348 final. Zie ook Bebchuk en Fried 1997 (p. 1301 – 1304) die aangeven dat toch vaak niet voor een ‘*negative pledge*’ gekozen wordt. Zie ook Goode en Gullifer 2017, p. 53 – 60.

⁹³⁶ Het kan zijn dat een derde onrechtmatig handelt als deze weet dat een ‘*negative pledge*’ is afgesproken en desondanks een zekerheid vestigt.

gehouden. De bank kan de onderneming wel in rechte aanspreken bijvoorbeeld vanwege niet-nakoming, op grond van een onrechtmatige daad of kan het contract ontbinden. Bovendien zal de bank de risicopremie verhogen. Een andere kostenpost is verlies van imago van het concernonderdeel, omdat het concernonderdeel zich niet aan de afspraken houdt. Dit kan consequenties hebben voor andere schuldeisers die hogere risicopremies gaan rekenen. Daarmee bestaan (niet juridische) waarborgen om de ‘*negative pledge*’ na te leven. Een eventuele zekerheid die aan de derde is verstrekt blijft echter ondanks een ‘*negative pledge*’ rechtsgeldig. Burrows haalt in dit kader de discussie in het Engelse recht aan en wijst op een aantal uitzonderingen in het Engelse recht waardoor de ‘*negative pledge*’ toch aan derden is tegen te werpen.⁹³⁷ Als derden de afspraken over de ‘*negative pledge*’ kennen doordat een ‘*notice*’, bijvoorbeeld via een registratie is afgegeven dan moet de derde de contractuele afspraken over de ‘*negative pledge*’ respecteren. Dit kan betekenen dat de ‘*negative pledge*’ toch tegenover deze derde kan worden tegengeworpen en de zekerheid in rang achter de vordering van de bank gaat. Om die reden wordt vaak gekozen om de ‘*negative pledges*’ te laten registreren.⁹³⁸ Het blijft echter onduidelijk of de afspraak daarmee derdenwerking verkrijgt.⁹³⁹ Bjerre⁹⁴⁰ beschrijft voor de VS een aantal uitspraken waarin de rechter de ‘*negative pledge*’ heeft erkend en tegengeworpen aan zekerheidsnemers. Toch blijft de status onduidelijk en stelt Bjerre voor om de ‘*negative pledge*’ op te nemen in de UCC als een vorm van een zekerheid. Een verplichte bekendmaking (‘*perfection*’) brengt mee dat de ‘*negative pledge*’ derdenwerking krijgt. Eventuele zekerheidsnemers staan dan in rang achter de houder van de ‘*negative pledge*’.

⁹³⁷ Burrows 2013, p. 346.

⁹³⁸ Calnan 2004, p. 31 – 32. Ook in Nederland zou sprake kunnen zijn van aansprakelijkheid als een derde weet dat zijn wederpartij de afspraken uit een ‘*negative pledge*’ schendt.

⁹³⁹ Wood 2007 – b, p. 191 – 192.

⁹⁴⁰ Bjerre 1999.

De ‘*negative pledge*’ lijkt een bijzonder efficiënt instrument om onnodige transactiekosten te voorkomen bij zekerheden in internationaal verband en in het bijzonder bij financiering van een internationaal concern. De partijen spreken af om transactiekosten te vermijden. De afspraak heeft verder geen negatieve gevolgen voor andere concurrente schuldeisers. Concurrente schuldeisers komen niet een slechtere positie dan in vergelijking met het vestigen van zekerheden. De ‘*negative pledge*’ lijkt een onderwerp om op Europees verband te regelen met als vraag op welke wijze dan de belangen van *bona fide* zekerheidsnemers te beschermen zijn. Een mate van bekendmaking of registratie kan hier een oplossing zijn. Toch zit er naar mijn mening wel een aantal nadelen aan een Europees verankerde ‘*negative pledge*’. Zo zullen partijen duidelijk moeten maken voor welke activa de ‘*negative pledge*’ wel en niet bedoeld is. Daarnaast is de vraag of een ‘*negative pledge*’ tevens kan gelden voor alle activa binnen een concernonderdeel (‘*floating negative pledge*’). Verder moet duidelijk zijn in welke mate een ‘*negative pledge*’ gevolgen heeft voor de uitwinning van zekerheden als deze onverhoopt wel zijn gevestigd. Een ander lastig punt is dat derdenwerking van een ‘*negative pledge*’ niet is in te passen in de gesloten goederenrechtelijke systemen van bijvoorbeeld Nederland. Een ‘*negative pledge*’ met derdenwerking is immers nieuw soort zekerheid. Een extra regeling inzake derdeneffect van een ‘*negative pledge*’ zorgt voor meer complexiteit in het recht. Het lijkt mij zinvoller als de Europese Commissie toewerkt naar manieren om bij zekerheden de waarborgen voor derde schuldeisers te beschermen, zoals met een *actio pauliana* of een Europees register van zekerheden (zie volgende hoofdstuk).

11 Positie van derden bij zekerheden en de *actio pauliana*

11.1 Belang van derden bij transparantie van zekerheden

In het vorige hoofdstuk ben ik ingegaan op de positie van een zekerheidsnemer die een voorrangpositie in kan nemen ten opzichte van i) concurrente schuldeisers, ii) een eventuele tweede zekerheidsnemer of iii) de curator. Deze derde partijen moeten de afspraak tussen de zekerheidsgever en -nemer over de voorrangpositie accepteren als zij een contract aangaan met een concernonderdeel dat al zekerheden heeft gevestigd.⁹⁴¹ Deze derden, die niet bij de afspraak tussen de zekerheidsgever en -nemer zijn betrokken, moeten hun relatief achtergestelde positie en daarmee een hoger risico accepteren. In de juridische ordening van een land kunnen voorwaarden bestaan voor het vestigen van een zekerheidsrecht, zoals een verplichte registratie. Dergelijke voorwaarden kunnen nodig zijn om de belangen van de bovengenoemde derde partijen te beschermen, bijvoorbeeld om een vorm van ‘*false wealth*’ te voorkomen.⁹⁴² Dit komt op het volgende neer. Als een leverancier op de hoogte is van een door het concernonderdeel verschaft zekerheid dan kan deze hier rekening mee houden bij het aangaan van het contract met het concernonderdeel. De leverancier kan een hogere risicopremie in rekening brengen. Als de leverancier de zekerheid niet kent, gaat de leverancier mogelijk ten onrechte uit van de mogelijkheid tot verhaal op bepaalde activa van het concernonderdeel. De leverancier brengt een te lage risicopremie in rekening. Dit is uiteraard een voordeel voor het concernonderdeel, omdat deze een minder hoge risicopremie hoeft te betalen. Dit gaat ten koste van de leverancier die een hoger risico loopt en daarvoor geen risicopremie rekent. Daarmee ontstaat een ‘*false wealth*’ voor het concernonderdeel. Om dit te voorkomen kan het nodig zijn te

⁹⁴¹ Zie bijvoorbeeld Struycken 2009, p. 175 – 177 en Verheul en Verstijlen 2016, p. 65 e.v.

⁹⁴² Zie bijvoorbeeld Wood 2007-b. Zie ook Heilbron 2011 Hamwijk 2014 en Kaptein 2016, p. 27 – 28.

zorgen dat een zekerheid voor derden bekend of transparant is. De registratie van een zekerheid heeft dan een signaalfunctie voor derden die weten dat een zekerheid is gevestigd.⁹⁴³

In dit hoofdstuk ga ik in meer detail in op een aantal voorwaarden in het zekerhedenrecht van elke lidstaat die nodig zijn om de belangen van derden te beschermen. Daarbij ga ik in op een aantal beginselen van het zekerhedenrecht. Dit zijn de eis van specificatie van de activa waar de zekerheid op is gevestigd (individualiseringsbeginsel) en de wijze van bekendmaking in een openbaar register of anderszins⁹⁴⁴ van een gevestigde zekerheid (publiciteitsbeginsel).⁹⁴⁵ Het idee van de eis van specificatie is dat een zekerheidsnemer aan moet geven op welke activa de zekerheid is gevestigd zodat duidelijk is dat deze activa niet meer beschikbaar zijn voor verhaal door derden. Door een publicatie van een gevestigde activa kunnen derden achterhalen dat een zekerheid is gevestigd. In het Engelse en Amerikaanse recht sluiten de eis van specificatie en de eisen van publiciteit aan bij de termen ‘*attachment*’ (koppeling van een zekerheid aan activa) en de ‘*perfection*’ van zekerheden (bekendmaking aan derden).⁹⁴⁶ Het registreren van een zekerheid is een vorm van ‘*perfection*’. Het contrast tussen de juridische ordening voor het zekerhedenrecht van bijvoorbeeld Nederland en Duitsland aan de ene kant en dat van het VK en de VS aan de andere kant komt mede tot uiting in het onderscheid tussen de eisen van specificatie en de mate van publiciteit. In de juridische

⁹⁴³ Bouckaert 2006 noemt zekerheidsrechten waar geen signaalfunctie aan gekoppeld inefficiënt. Zie ook Heilbron 2011, Hamwijk 2014 of Kaptein 2016.

⁹⁴⁴ Bekendmaking aan derden hoeft niet per se via een register plaats te vinden. Een andere manier van bekendmaking is als een goed waar een zekerheid op rust niet in bezit van de zekerheidsgever is (bijvoorbeeld bij pandrechten op roerende zaken) of als de zekerheidsgever afhankelijk is van toestemming van de zekerheidsnemer (zie hoofdstuk 10 in mijn bespreking over de ‘*charge*’ in het Engelse recht). Zie ook Hamwijk 2014 of Kaptein 2016 over de eisen van bezit bij zekerheidsrechten.

⁹⁴⁵ Zie ook Struycken 1998, Heilbron 2011 en Verheul en Verstijlen 2016, p. 68 – 80.

⁹⁴⁶ Goode 2003, p. 59 – 72 en Goode 2010 p. 665. Zie ook Hamwijk 2014 over het Amerikaanse systeem van zekerheden uit Chapter 9 UCC.

ordering van Nederland en Duitsland ligt de nadruk op de eis van specificatie van de activa en geldt in algemene zin geen eis van publicatie van zekerheden in een openbaar register.⁹⁴⁷ Het VK en de VS kennen generieke zekerheidsrechten waarbij voor een aantal zekerheden als eis geldt dat de zekerheden moeten worden gepubliceerd in een openbaar register. Het gaat om de Engelse ‘floating charge’ en de Amerikaanse zekerheden uit Chapter 9 UCC. In de onderstaande paragrafen bespreek ik eerst de eis van specificatie en daarna het publiciteitsvereiste. Ik ga na in hoeverre in de EU voor deze onderdelen een uniform zekerhedenrecht nodig is om in de EU onnodige transactiekosten te verlagen.

11.2 *Transparantie van zekerheden*

11.2.1 Specificatie van activa

11.2.1.1 Regelgeving in de landen

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

De functie van specificatie van activa is dat voor derden (eventueel achteraf) duidelijk is op welke activa minder of geen verhaalsmogelijkheden zijn, omdat op die activa zekerheden zijn gevestigd. In de verschillende landen is een andere invulling gegeven aan de mate van specificatie. In het VK en de VS zijn zekerheden mogelijk waarvoor geen of nauwelijks eisen gelden om de activa te specificeren. Een zekerheidsrecht heeft in deze landen een generiek en

⁹⁴⁷ Sommige zekerheidsrechten zoals bij een hypotheek in Nederland worden wel in een register opgenomen.

alomvattend karakter.⁹⁴⁸ Hieronder ga ik eerst in op de juridische ordening in de VS en het VK. Daarna beschrijf ik in het kort de eisen van specificatie zoals die gelden in Duitsland en Nederland.

Verenigde Staten

In de VS is een zekerheid mogelijk door het sluiten van een zekerheidsovereenkomst zoals uitgewerkt in Chapter 9 UCC.⁹⁴⁹ De Amerikaanse zekerheden uit dit hoofdstuk van de UCC gelden voor roerende zaken⁹⁵⁰ die zijn omschreven als '*personal property i.e. movables, whether tangible or intangible as distinct from real property i.e. land and buildings*'. Daarbij is een onderscheid gemaakt tussen verschillende categorieën van activa. Een eerste onderverdeling zijn de tastbare activa, zoals inventaris (§ 9 – 102 (a)(48) UCC of apparatuur ('*equipment*' § 9 – 102 (a)(33) UCC). Daarnaast is de zekerheid uit Chapter 9 mogelijk op niet-tastbare activa, zoals de zekerheden op vorderingen, rekening-courant of geld. De onderverdeling in activa is van belang, omdat de voorwaarden voor het vestigen van zekerheid voor elke categorie anders kan zijn.⁹⁵¹ Een vereiste voor het vestigen van zekerheden is dat de onderneming het eigendom over de activa moet hebben en over de activa moet kunnen beschikken. Een vormvereiste is verder dat de zekerheidsovereenkomst moet zijn getekend of op een andere manier moet zijn geauthentiseerd. De overeenkomst moet zodanig duidelijk zijn dat het voor een objectieve partij duidelijk is aan welke activa een zekerheid is

⁹⁴⁸ Zie ook Struycken 1998.

⁹⁴⁹ Boeve 2007, p. 36 geeft aan dat Chapter 9 UCC in beide alle staten van de VS is opgenomen als wetgeving. Zie ook Heilbron 2011.

⁹⁵⁰ White en Summers 2010, p. 1172 en Heilbron 2011.

⁹⁵¹ White en Summers 2010, p. 1151. De Amerikaanse wetgever heeft daarmee voor een functionele benadering gekozen vanuit een onderverdeling naar activa in plaats van een systeem vanuit wettelijk vastgelegde zekerheidsrechten. Zie Boeve 2007, p. 37, Dalhuisen 2007, p. 681 – 686, Heilbron 2011 en Hamwijk 2014.

gekoppeld.⁹⁵² De overeenkomst moet een adequate beschrijving van deze activa geven. Een zekerheid voor alle activa van de onderneming is onvoldoende specifiek en een *'floating charge'* is niet mogelijk.⁹⁵³ Een adequate beschrijving is daarentegen wel voldoende *'if it reasonable identifies what is described'* (§ 9-108(a) UCC). De UCC geeft een aantal voorbeelden die als adequate beschrijving kunnen gelden zoals het bijhouden van lijsten van activa of een beschrijving van bijvoorbeeld inventaris van een bepaald pand. Volgens White en Summers zijn de genoemde voorbeelden uit de UCC dermate ruim en worden rechters aangemoedigd niet te star te zijn dat de beschrijving van de activa uiteindelijk niet heel specifiek hoeft te zijn.⁹⁵⁴ Daarbij is het mogelijk een zekerheid te vestigen voor toekomstige goederen (*'after acquired collateral'* - § 9-204 UCC). Struycken geeft aan dat de zekerheid op grond van Chapter 9 een generiek karakter heeft waarbij de onderliggende activa niet zozeer zijn gespecificeerd, maar waarbij een eenmalige vestigingshandeling nodig is om in algemene zin te bepalen welke activa onder de zekerheid vallen.⁹⁵⁵

Verenigd Koninkrijk

Een voorbeeld van een zekerheid waarvoor geen eis van specificatie geldt is de Engelse *'floating charge'*. De specificatie van de activa, oftewel de *'attachment'*, is uitgesteld tot het moment van de *'kristallisatie'*. Kort gezegd is dit het moment dat een concernonderdeel niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen (zie hoofdstuk 10). De *'floating charge'* is een zekerheid voor een klasse van onbekende activa die het concernonderdeel in de normale bedrijfsvoering gebruikt bij de uitvoering van economische activiteiten. Het is een

⁹⁵² White en Summers 2010, p. 1187, Heilbron 2011 en Hamwijk 2014.

⁹⁵³ Zie Thiele 2003, p. 113 – 120, Goode 2010 en Hamwijk 2014.

⁹⁵⁴ White en Summers 2010, p. 1189. Zij hebben het mede over de *'blessing of 'category' as subsection'*.

⁹⁵⁵ Struycken 1998.

zekerheid die is gekoppeld aan alle activa die het concernonderdeel gebruikt en gaat gebruiken waarbij de zekerheidsnemers en het concernonderdeel niet continue hoeven aan te geven voor welke activa de zekerheid geldt. In de zaak *Holroyd vs Marshall* heeft de Engelse rechter geaccepteerd dat voor het vestigen van een zekerheid specificatie van de activa bij het vestigen van de zekerheid niet nodig is.⁹⁵⁶ In deze zaak was een zekerheid gevestigd op een machine van een onderneming waarbij was afgesproken dat de zekerheid ook zou gelden voor alle toekomstige machines en aanverwante onderdelen die de onderneming zou gaan gebruiken. De onderneming had in de loop van de tijd de machine vervangen en de vraag kwam op of de onderneming de zekerheid opnieuw had moeten vestigen. De Engelse rechter accepteerde dat de zekerheid op alle toekomstige machines en machineonderdelen was gevestigd zonder dat steeds nieuwe vestigingshandelingen nodig waren. In de zaak *Illingworth vs. Houldworth* heeft de Engelse rechter zich uitgelaten over een zekerheid die was gevestigd op alle roerende goederen en vorderingen van een onderneming waarbij de onderneming de goederen continue verhandelden en steeds op andere partijen vorderingen verkreeg. Dit was de ‘*floating charge*’. De Engelse rechter heeft deze vorm van zekerheid omschreven als ‘[...] *ambulatory shifting in its nature, hovering over and so to speak floating with the property which is intended to affect until some event occurs or some act is done which causes it to settle and fasten the subject of its charge within its reach and grasp*’.⁹⁵⁷ De Engelse rechter onderscheidt drie karakteristieken van de ‘*floating charge*’: i) het moet gaan om een ‘*charge*’ op een klasse van toekomstige en huidige goederen, ii) waarbij de klasse door bedrijfsmatig gebruik steeds veranderd en iii) de onderneming de goederen mag blijven gebruiken tot het moment van kristallisatie.⁹⁵⁸ Na het moment van de

⁹⁵⁶ *Holroyd vs. Marshall* [1862] 10, 191. De eerste ‘*floating charge*’ werd erkend in *Re Panama, New Zealand and Australian Royal Mail Co* [1870] 5.

⁹⁵⁷ *Illingworth vs. Houldworth* [1904] AC 355.

⁹⁵⁸ *Re Yorkshire Woolcombers Association Ltd* [1903] 2 KB 999.

kristallisatie verandert de *'floating charge'* in een *'fixed charge'*. De *'charge'* geldt dan voor alle activa die op dat moment in de onderneming aanwezig zijn. Het kenmerk van de *'floating charge'* is daarmee dat het moment van de specificatie van de activa, oftewel de *'attachment'* is opgeschort tot aan het moment van kristallisatie.⁹⁵⁹ Pas als de onderneming niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen is duidelijk aan welke activa de zekerheid is gekoppeld.

Duitsland en Nederland

In Duitsland is voor het stellen van zekerheden nodig dat de activa *'bestimmt'* zijn. De activa moeten op een dusdanige manier zijn omschreven dat het voor een derde duidelijk is om welke goederen het gaat, bijvoorbeeld via een serienummer of door opslag in een bepaald warehouse. Het gaat om het *'erkennbarmachen'* van de zekerheden op grond van eenvoudige objectieve criteria.⁹⁶⁰ De afspraken kunnen tevens gelden voor toekomstige goederen. De zekerheid mag niet gelden voor alle activa binnen een onderneming en een *'floating charge'* is daarmee in Duitsland niet mogelijk.⁹⁶¹ Een derde die met de onderneming handelt moet op basis van het contract voor bijvoorbeeld de financiering kunnen vaststellen welke activa wel en niet onder de zekerheid vallen.

In Nederland geldt in de eerste plaats dat de zaak of de vordering waarvoor een zekerheidsrecht wordt gegeven voldoende bepaalbaar is (artikel 3:231 lid 2 BW). Een dergelijke zaak of vordering is voldoende bepaalbaar als de vordering op een zodanige manier is aangeduid dat daarvan vastgesteld kan worden om welke vordering het gaat op het moment van executie van de zekerheid.⁹⁶² Verder

⁹⁵⁹ Goode 2003, 112 – 118, Burrows 2013, p. 346 en Goode en Gullifer 2017, p. 126 – 127.

⁹⁶⁰ Bauer en Stürmer 2009, p. 790 – 793. De volgende druk van Bauer en Stürmer verschijnt in 2023.

⁹⁶¹ Jäkel 2004, p. 99 – 100.

⁹⁶² Zie bijvoorbeeld Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI*2010, nr. 214 en Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/204 – 206. Zie ook HR van 20 september 2002 (Mulder/Rabobank), m. nt. W.M. Kleijn.

moeten de zaken of vorderingsrechten waar de zekerheid aan gekoppeld is met voldoende bepaaldheid zijn omschreven (artikel 3:98 jo. 3:84 lid 2 BW). Een goed is voldoende bepaalbaar als naar objectieve maatstaven, eventueel achteraf, kan worden vastgesteld op welk goed de zekerheid is gevestigd.⁹⁶³ De HR hanteert een ruime interpretatie van het vereiste van bepaaldheid en stelt slechts geringe eisen waarbij een generieke omschrijving van de verpande vorderingen of roerende zaken voldoende is.⁹⁶⁴ Een zekerheidsnemer kan bij voorbaat een stil pandrecht op een toekomstig goed vestigen, tenzij het verboden is een goed tot onderwerp van een overeenkomst te maken of als het om registergoederen gaat (artikel 3:98 jo. 3:97 en 3:237 BW).⁹⁶⁵ In hoofdstuk 12 kom ik terug op het vestigen van pandrechten op toekomstige vorderingen.

11.2.1.2 Verschil in transactiekosten tussen landen

De voorwaarden over de mate van specificatie bij het vestigen van een zekerheid verschillen zo voor elk land. Volgens Dalhuisen⁹⁶⁶ brengt de eis van specificatie van de activa zelfs het meest fundamentele verschil tussen het continentale recht en het Engelse recht aan het licht. Het verschil in het zekerhedenrecht voor wat betreft de eis van specificatie kan leiden tot transactiekosten voor een zekerheidsnemer. Als een bank zekerheden wil vestigen op steeds nieuwe activa die de concernonderdelen gaan gebruiken dan moet de bank zich houden aan de voorwaarden in de juridische ordening van het land waar de activa zijn gelegen. Voor de activa die het Nederlandse concernonderdeel gebruikt gelden de voorwaarden uit het Nederlandse zekerhedenrecht. Voor de

⁹⁶³ Asser – Mijnsen – De Haan 2001, nr. 60, Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/204 – 206, Verheul en Verstijlen 2016, p. 68 – 73 en Kaptein 2016, p. 116.

⁹⁶⁴ Kortmann en Faber 1999, HR van 20 september 2002 (Mulder/Rabobank), m. nt. W.M. Kleijn en HR van 3 april 2020 (ECLI:NL:HR:2020:590). Zie ook Kaptein 2016, p. 116.

⁹⁶⁵ Zie ook Schuijling, *Levering en verpanding (O&R nr. 90)* 2016.

⁹⁶⁶ Dalhuisen 2007, p. 900. Zie ook Struycken 1998.

activa die het Engelse concernonderdeel gebruikt kan de bank een ‘*floating charge*’ als zekerheid vestigen waarvoor slechts eenmaal een vestigingshandeling nodig is. De bank heeft een zekerheid op alle activa die het Engelse concernonderdeel nu gebruikt en alle toekomstig te gebruiken activa.⁹⁶⁷ Voor het vestigen van zekerheidsrechten op activa die het Nederlandse concernonderdeel gaat gebruiken moet de bank steeds opnieuw vestigingshandelingen verrichten.⁹⁶⁸

Belemmering van het vrije verkeer van kapitaal

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In welke mate leidt het verschil in recht tot een belemmering van de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal, goederen of een aantasting van de vrijheid van vestiging?
- In welke mate zijn de verschillen in recht die een inbreuk van het vrije verkeer veroorzaken gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert, is de maatregel van een land geschikt en proportioneel?

De vraag uit het vorige hoofdstuk waar ik hieronder op inga is in hoeverre het vestigen van een ‘*floating charge*’ op grond van het Engelse recht mogelijk is voor activa die zich op Nederlands grondgebied bevinden. In het Nederlandse recht staat een aantal bepalingen in de weg aan het vestigen van de ‘*floating charge*’ op alle activa die het Nederlandse concernonderdeel in Nederland gebruikt of gaat gebruiken. Dit is in de eerste plaats de situsregel (artikel 10:127 BW; zie ook hoofdstuk 11). De dwingendrechtelijke toepassing van het Nederlandse recht van de situsregel betekent dat de onderliggende activa waar de zekerheid op is gevestigd met voldoende bepaaldheid moeten zijn omschreven (artikel 3:98 jo.

⁹⁶⁷ Zie Van der Weide 2016.

⁹⁶⁸ Struycken 1998.

3:84 lid 2 BW). Zoals ik eerder in dit hoofdstuk heb beschreven is het kenmerk van de Engelse zekerheid dat de onderliggende activa niet zijn gespecificeerd. In Nederland kan een bank echter wel een stil pandrecht op roerende zaken vestigen waarbij het pandrecht ook kan worden gevestigd op absoluut en relatief toekomstige roerende zaken (artikel 3:231 BW).⁹⁶⁹ Een dergelijke zekerheid is qua effect tot op zekere hoogte vergelijkbaar met een ‘*floating charge*’.⁹⁷⁰ Weliswaar kan de bank dus geen ‘*floating charge*’ vestigen, maar zij kan met het Nederlandse stille pandrecht op roerende zaken een functioneel vergelijkbaar controlerecht vestigen waarbij aan de eis van bepaalbaarheid niet al te strenge eisen worden gesteld.⁹⁷¹ De bepalingen uit het Nederlandse zekerhedenrecht over de specificatie belemmeren een bank in mijn ogen niet financiering in Nederland beschikbaar te stellen. Ik ga er daarom vanuit dat het Nederlandse zekerhedenrecht voor zekerheden op roerende zaken niet in strijd is met het vrije verkeer van kapitaal is voor zover het gaat om de eis van specificatie. In hoofdstuk 12 kom ik terug op de mogelijkheid een ‘*floating charge*’ te vestigen op (absoluut toekomstige) vorderingen.

Op grond van het Europese recht kan Nederland de eis van specificatie in haar recht dus laten bestaan. Dat betekent dat er een verschil in recht blijft bestaan tussen bijvoorbeeld het Nederlandse en Engelse recht. Voor de bank betekent dit dat deze alsnog transactiekosten moet maken en geen identieke zekerheid kan vestigen op alle activa van het concern. Een uniforme regeling over de eis van specificatie neemt de transactiekosten vanwege een verschil in recht weg. Dit is in het voordeel van de bank terwijl dit geen nadeel voor een andere partij met zich meebrengt (Pareto – efficiënt; zie hoofdstuk 2). De Europese wetgever moet dan

⁹⁶⁹ Zie ook Van Oostrum 2019, p. 220 – 222 en Schuijling, *Levering en verpanding (O&R nr. 90)* 2016/5.2.2ied .

⁹⁷⁰ HR 14 december 2001, *zaaknummer R01/029HR*. Zie ook De Vette 2015 en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/369.

⁹⁷¹ Kaptein 2016, p. 116.

echter een bepaling vaststellen die een onderdeel van het zekerhedenrecht van de lidstaten vervangt. Dit stuit op artikel 345 VWEU. Daar komt bij dat Nederland om andere redenen het vestigen van een ‘floating charge’ op activa in Nederland moet kunnen belemmeren. Ik bespreek dat hieronder.

Overige verschillen met de ‘floating charge’

Van der Weide legt uit dat tussen de ‘floating charge’ en bijvoorbeeld het vergelijkbare Nederlandse stille pandrecht meer verschillen bestaan.⁹⁷² Zo moet de ‘floating charge’ in het VK worden geregistreerd, gelden specifieke eisen voor de voorrangspositie van een ‘floating charge’ (hoofdstuk 10) en heeft de houder van een ‘floating charge’ de mogelijkheid een ‘administrator’ aan te wijzen (hoofdstuk 9). De eventuele erkenning van de vestiging van een ‘floating charge’ op activa in Nederland zou betekenen dat de zekerheidsnemer het recht heeft in Nederland een ‘administrator’ aan te wijzen. Het aanstellen van een ‘administrator’ die over kan gaan tot uitwinning van zekerheden bij insolventie hoort tot het faillissementsrecht (zie ook hoofdstuk 9). Het toepasselijke faillissementsrecht wordt bepaald door de lidstaat waar de insolventieprocedure is geopend (artikel 7 EIV). Een rechter in de lidstaat waar het centrum van voornaamste belangen van een schuldenaar ligt kan een hoofdinsolventieprocedure openen (artikel 3 EIV). Het centrum van voornaamste belangen van een concernonderdeel dat naar Nederlands recht is opgericht en in Nederland is gevestigd ligt in Nederland. Als een rechter in Nederland een insolventieprocedure opent om het faillissement van het Nederlandse concernonderdeel af te wikkelen dan bepaalt het Nederlandse recht de bevoegdheden van een insolventiefunctionaris (artikel 7, lid 2 onder c EIV). Een ‘administrator’ die is benoemd in verband met een Engelse ‘floating charge’ heeft in Nederland in faillissement geen bevoegdheden. Dit is een argument dat Nederland het vestigen van een ‘floating charge’, voor zover het gaat om het aanwijzen van een ‘administrator’, in Nederland niet hoeft te accepteren. In

⁹⁷² Van der Weide 2016.

hoofdstuk 9 heb ik al aangegeven dat ik geen reden zie voor een uniform faillissementsrecht en dat in het faillissementsrecht slechts een beperkte rechtskeuze moet gelden. De conclusie is daarmee dat de bank geen *'floating charge'* kan vestigen op roerende activa die in Nederland zijn gelegen waarbij ik heb aangegeven dat dit niet leidt tot een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal.⁹⁷³ Dit betekent dat een verschil in het zekerhedenrecht tussen de landen zal blijven bestaan voor zover het gaat over de bevoegdheden voor een *'administrator'* die in Nederland bevoegdheden wil uitvoeren.

11.2.2 Bekendmaking aan derden – publiciteitsvereiste

11.2.2.1 Regelgeving in de landen

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

Een mogelijkheid om te zorgen dat zekerheden transparant voor derden zijn is dat de zekerheid aan derden bekend is gemaakt. In Engeland en de VS staat de bekendmaking van een zekerheid bekend als *'perfection'*.⁹⁷⁴ In de VS zijn verschillende manieren om tot perfectie van een zekerheid over te gaan, zoals door inbezitgeving (§ 9-313UCC) of *'filing'* of registratie van de financiële

⁹⁷³ Volgens Akkermans en Raedemakers 2011 is er wel degelijk sprake van een belemmering van het vrije verkeer, omdat een zekerheidsnemer geen *'administrator'* in Nederland kan aanwijzen die deze wel kan aanwijzen als deze de zekerheid in het VK uitoefent. Voor zover al sprake is van een belemmering dan is deze gerechtvaardigd omdat een lidstaat zelf moet kunnen bepalen welke functionarissen bevoegd zijn om bij een insolventie op te treden.

⁹⁷⁴ Goode 2010 (p. 689 e.v.) benadrukt dat een duidelijk onderscheid nodig is tussen de *'perfection'* en het moment van kristallisatie bij een *'floating charge'*. Hij schrijft dat *'the failure to distinguish the two (kristallisatie en derdeneffect - PvA) has caused much misunderstanding'* (p. 728). Zie ook Goode en Gullifer 2017, p. 78 – 81.

zekerheidsovereenkomst (*'financial statement'*). De beschrijving van de zekerheid in deze *'filing'* (§ 9-504 UCC) kan summier zijn waarbij de *'filing'* losstaat van de beschrijvingen van de activa in de financiële zekerheidsovereenkomst zelf (§ 9-108 UCC).⁹⁷⁵ Voor een *'filing'* is slechts een minimum aan gegevens nodig (§ 9-501 UCC) waarbij eventuele kleine fouten of omissies niet meteen betekenen dat een bekendmaking ongeldig is. De financiële zekerheidsovereenkomst (*'financial statement'*) moet dan wel *'substantial satisfying the requirements'* en mag niet leiden tot *'seriously misleading'* (§ 9-506 (a) UCC). In de UCC staan afzonderlijke regels over de plaats van de *'filing'*. Dit is de plaats van vestiging van de schuldenaar (§ 9-301 (1) UCC). Bepalend is de staat waar de onderneming de economische activiteiten uitvoert en bij meerdere vestigingen de plaats van de zetel van het bestuur of de bestuurder (§ 9-307 (a) en (b)(3) UCC). Voor partijen die wettelijk verplicht zijn zich te registreren, zoals rechtspersonen, is de plaats van oprichting leidend (§ 9-307 (e) UCC).⁹⁷⁶ De kritiek van Dalhuisen is dat de *'filing'* in de VS door dergelijke regels behoorlijk ingewikkeld is en per staat kan verschillen.⁹⁷⁷ Bovendien bestaan volgens Dalhuisen risico's als bijvoorbeeld de naam van de schuldenaar wijzigt in tijd of als fusies plaatsvinden. Door een onjuiste naamgeving van de onderneming kan de *'filing'* als *'serious misleading'* zijn aan te merken, tenzij de nieuwe naam makkelijk in het registratiesysteem kan worden achterhaald (§ 9-506 (b) en (c) UCC). Dalhuisen twijfelt aan de geprezen voordelen van *'filing'* en daarmee met de Amerikaanse wijze van bekendmaking. Uiteraard brengt het Amerikaanse systeem van registratie transactiekosten met zich mee. Dat geldt voor elk systeem van een openbaar register. Dat is echter geen argument om zekerheden niet in een openbaar register op te nemen. Het punt is dat registratie van zekerheden noodzakelijk is om zekerheden voor derden kenbaar te

⁹⁷⁵ Zie bijvoorbeeld White en Summers 2010 en Hamwijk 2014.

⁹⁷⁶ White en Summers 2010, p. 1135 e.v. merken hierover op: *'the drafters have done us a favor that is hard to exaggerate'*.

⁹⁷⁷ Dalhuisen 2007, p. 582 - 586. Zie ook Heilbron 2011 en Hamwijk 2014.

maken zodat zij hier rekening mee kunnen houden bij het aangaan van een contract met bijvoorbeeld een concernonderdeel.

In het VK geldt een vrij steng systeem van registratie. Registratie is nodig om informatie te geven over de waarde van de zekerheden van een onderneming en om duidelijkheid over de financiële positie van de onderneming te geven. Bovendien biedt het registratiesysteem voor de *'administrator'* een middel om op een eenvoudige wijze te achterhalen welke zekerheden zijn gevestigd en met welke partijen de *'administrator'* rekening moet houden. De registratieplicht geldt in ieder geval voor een *'company that creates a charge'* (s 859A Companies Act 2006). Deze registratieplicht geldt voor elke *'UK registered company'* die bijvoorbeeld een *'floating charge'* vestigt (s 859A (7) Companies Act 2006). De registratieplicht betekent dat een concernonderdeel als zekerheidsnemer een *'charge'* binnen 21 dagen ter registratie moet zijn aangeboden (s. 859A (4) Companies Act 2006).⁹⁷⁸ Als deze termijn niet is gehaald dan betekent dit dat de *'charge'* niet geldig tegenover een *'liquidator'*, *'administrator'* of een schuldeiser (s. 859H (3) Companies Act 2006). De registratie is geen constitutief vereiste voor het vestigen van een *'floating charge'*, maar wel voor het effectief kunnen inroepen ervan.⁹⁷⁹ In het VK is dus een zware, maar effectieve sanctie op het niet registreren van zekerheden. Een zekerheidsnemer heeft een groot belang om de zekerheid ter registratie aan te bieden en daarmee kenbaar te maken aan derden. Voor een *'overseas company'* gelden aparte regels. Een *'overseas company'* is een rechtspersoon die buiten het VK is opgericht (s. 1044 Companies Act 2006). Een *'overseas company'* moet documentatie bijhouden over het vestigen van een *'charge'* en die documentatie eventueel beschikbaar stellen voor inspectie (s. 23 Overseas Companies regulations 2009). De registratieplicht voor het vestigen van *'charges'* door een *'overseas company'* is komen te vervallen (s. 2 (3) Overseas Companies (amendment) regulations 2011).

⁹⁷⁸ Zie ook Goode 2016, p. 732 e.v. voor een beschrijving van het registratieproces.

⁹⁷⁹ Zie Van der Weide 2016.

In Nederland en Duitsland is geen algemeen openbaar registratiesysteem voor zekerheden, alleen voor bepaalde goederen.⁹⁸⁰ Voor sommige zekerheidsrechten geldt wel als eis dat deze worden gevestigd door inschrijving van het zekerheidsrecht in een openbaar register, zoals het Nederlandse hypotheekrecht (artikel 3:260 lid 1 BW). Naast registratie bestaan, ook in Nederland en Duitsland, andere manieren om zekerheden voor derden kenbaar te maken. Een (openbaar) pandrecht kan bijvoorbeeld alleen worden gevestigd door het in bezit geven van de zaak waar de zekerheid op rust. Als een zekerheidsnemer niet over een bepaalde zaak kan beschikken dan is dit een signaal voor een derde dat een zekerheid is gevestigd. Een andere manier om te zorgen voor kenbaarheid van zekerheden is dat een zekerheidsgever alleen bepaalde zaken kan gebruiken na toestemming van de zekerheidsnemer. Ook in die gevallen is het voor derden duidelijk dat een zekerheid is gevestigd. Het ontbreken van een algemeen openbaar registratiesysteem in een lidstaat is dus geen noodzakelijke voorwaarde om derden op de hoogte te brengen van gevestigde zekerheden. Toch geven Verheul en Verstijlen⁹⁸¹ aan dat het publiciteitsbeginsel in Nederland danig aan kracht heeft ingeboet. Volgens hen zijn derden in Nederland voor bepaalde goederen slechts in abstracto op de hoogte van zekerheden en kunnen hun gedrag dusdanig aanpassen dat zij ervan uit moeten gaan dat zij niet hoeven te rekenen op enig verhaal. Dit geldt voor de zogenoemde ‘*stille*’ zekerheden, bijvoorbeeld het Nederlandse stille pandrecht. Een kenmerk van een stil pandrecht op een roerende zaak is bijvoorbeeld dat deze niet in de macht van een pandhouder of een derde hoeft te worden gegeven (artikel 3:237 BW). Dat betekent dat de signaalfunctie van inbezitgeving met een stil pandrecht terzijde wordt geschoven. Voor een stil

⁹⁸⁰ Wood 2007-b, p. 140 - 155. Struycken 2009, p. 115 – 116 die aangeeft dat het Nederlandse recht een ‘*allegaartje*’ is van allerlei varianten van registratie met steeds andere rechtsgevolgen. Zo is wel registratie nodig bij (zekerheden op) registergoederen, stille pandrechten en pandrechten op vorderingen en op aandelen. Zie ook Heilbron 2011 en Kaptein 2016.

⁹⁸¹ Verheul en Verstijlen 2016, p. 79.

pandrecht op een vordering geldt dat geen mededeling aan een afnemer nodig is (artikel 3:239 BW). Het gaat om de afnemer op wie de zekerheidsgever een vordering heeft en die op deze vordering een zekerheid heeft gevestigd. Bij dergelijke zekerheden speelt de vraag in hoeverre een mededeling überhaupt een geschikte signaalfunctie kan hebben. Hier kom ik in hoofdstuk 12 op terug. Om een stil pandrecht op een roerende zaak of een vordering te vestigen is wel een authentieke of geregistreerde pandakte nodig (artikel 3:237 en 239 BW).⁹⁸² De registratie heeft een bewijsfunctie en is nodig om vast te stellen op welk tijdstip een pandakte tot stand is gekomen.⁹⁸³ De wijze van registratie wordt geregeld in de Registratiewet 1970 waaruit volgt dat de pandakten bij de Belastingdienst ter registratie moeten worden aangeboden.⁹⁸⁴ Door het aanbieden van de pandakte aan de Belastingdienst wordt de pandakte onttrokken aan de macht van de aanbieder (zekerheidsnemer of -gever)⁹⁸⁵ met als doel te voorkomen dat de zekerheidsnemer en -gever de pandakte antedateren.⁹⁸⁶ De gegevens die geregistreerd staan zijn niet openbaar en daarmee brengt de registratie niet mee dat de stille zekerheden voor derden kenbaar zijn (zie artikel 10 Registratiewet 1970).⁹⁸⁷ De registratie kent dus geen signaalfunctie. Ik kom hier nog op terug.

In het Europese voorstel voor een nieuw privaatrecht (Draft Common Frame of References (DCFR)) staat wel een voorstel voor het opzetten van een

⁹⁸² Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI*2010, nr. 167, Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/166 – 168, Heilbron 2011 en Kaptein 2012.

⁹⁸³ Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI*2010, nr. 166 en Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/166 – 168 geven aan dat ook een authentieke akte door ter registratie bij de inspecteur der belastingen moet worden aangeboden. Zie ook Heilbron 2011.

⁹⁸⁴ Zie voor een uitleg Heilbron 2011, Kaptein 2012, Hamwijk 2014 en Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/166 – 168.

⁹⁸⁵ Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI*2010, nr. 169 en Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/166 – 168.

⁹⁸⁶ HR van 14 oktober 1994, NJ 1995, 447 (Stichting Rivierenland / Gispén q.q.)

⁹⁸⁷ Zie ook Kaptein 2011.

registratiesysteem. In het DCFR staan bepalingen over de ‘*effectiveness*’ van zekerheden. Dit is te vergelijken met de ‘*perfection*’ uit het Engelse en Amerikaanse recht. In het DCFR staan verschillende manieren om te zorgen dat een zekerheid effectief wordt, zoals inbezitname voor pandrechten, controle door de zekerheidsnemer of om zekerheden op te nemen in een ‘*European register for proprietary security*’ (Book IX – 3:101 en 3:102 DCFR). In het DCFR staan dus alle mogelijkheden om zekerheden bij derden kenbaar te maken. De registratie is nodig voor de zekerheid in de vorm van een ‘*acquisition of finance devices*’, oftewel een eigendomsvoorbehoud (Book IX – 3:107 en 1:201 (3) DCFR). Als de registratie plaatsvindt binnen 35 dagen dan geldt het eigendomsvoorbehoud vanaf het moment van vestiging. Als de termijn is verstreken dan kan de zekerheid alsnog worden geregistreerd. De zekerheid geldt vanaf het moment van registratie. Het gevolg is dat het eigendomsvoorbehoud geen ‘*superpriority*’ meer kent.

11.2.2.2 Belang van publiciteit en wenselijkheid tot uniformering

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In welke mate leidt het verschil in recht tot een belemmering van de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal, goederen of een aantasting van de vrijheid van vestiging?
- In welke mate zijn de verschillen in recht die een inbreuk van het vrije verkeer veroorzaken gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert, is de maatregel van een land geschikt en proportioneel?

Conclusie: Aanbevelingen Europese Commissie

Redenen voor verplichte registratie

Het belang van het kenbaar maken van zekerheden aan derden is dat deze derden weten dat zekerheidsrechten zijn gevestigd. Een manier om zekerheden

kenbaar te maken is een systeem van registratie. Volgens Struycken faciliteert een registratiesysteem een potentiële schuldeiser die de financiële verhaalsmogelijkheden van een onderneming wil inschatten. Een registratie bewerkstelligt dat een potentiële schuldeiser weet wanneer nader onderzoek nodig is.⁹⁸⁸ Volgens Wood⁹⁸⁹ is het doel van een registratie om een vorm van ‘*false wealth*’ te voorkomen. Met een registratie van zekerheden kunnen schuldeisers een duidelijk beeld krijgen over de kredietwaardigheid van een onderneming. Wood geeft wel aan dat de visies over de mate van publiciteit in de verschillende landen één van de meest complexe en controversiële onderdelen van het recht is. Internationaal is volgens Wood nauwelijks consensus over het onderwerp. Volgens Dalhuisen⁹⁹⁰ is dit de kern van de verklaring van het verschil van wetgeving over zekerheden tussen de verschillende rechtsstelsels van de landen. Een eenduidige regeling over bekendmaking kan volgens Dalhuisen de sleutel zijn in de verdere ontwikkeling van internationale zekerheden. Wood noemt de verschillende eisen over registratie en kenbaarheid van zekerheidsrechten eveneens als het onderwerp dat het verschil tussen de landen in zekerheden het beste weergeeft.⁹⁹¹ Volgens White en Summers is het doel van een registratie daarbij vooral dat schuldeisers op het spoor worden gezet om extra onderzoek te verrichten.⁹⁹² In de VS is daarbij gekozen voor een registratiesysteem waarin beperkte informatie staat. Op deze manier kunnen de transactiekosten van een dergelijke registratie worden beperkt. De informatie in het registratiesysteem is dusdanig dat derden op de hoogte van de zekerheid kunnen zijn en nader onderzoek kunnen stellen. Heilbron⁹⁹³ geeft aan

⁹⁸⁸ Struycken 2009, p. 168. Zie ook Hamwijk 2014.

⁹⁸⁹ Wood 2007-b. Zie ook Heilbron 2011, Hamwijk 2014 of Kaptein 2016.

⁹⁹⁰ Dalhuisen 2007, p. 580 – 583 en 534.

⁹⁹¹ Wood 2007-b, p. 95.

⁹⁹² White en Summers 2010, p. 1194.

⁹⁹³ Heilbron 2011. Hij beschrijft dat het dus niet zozeer de kenbaarheid of publiciteit die een register rechtvaardigt, maar dat een register vooral in het belang van een bank is. Gek genoeg bestaat vooral uit deze sector weerstand voor een openbaar register.

dat de voordelen van een vorm van registratie er vooral in zijn gelegen dat een potentiële kredietgever informatie kan vergaren over zijn kredietpositie zonder dat deze afhankelijk hoeft te zijn van de informatie die de kredietnemer zelf zou verschaffen. Daarmee is een openbaar register vooral nodig om het kredietverkeer beter te laten verlopen. Hamwijk⁹⁹⁴ gaat eveneens in op de functie van een registratiesysteem. De bekendmaking van zekerheidsrechten is nodig om te voorkomen dat er zogenoemde ‘*proprietary conflicts*’ ontstaan. Dit komt erop neer dat meerdere partijen aanspraak maken op dezelfde activa. Hierdoor ontstaan conflicterende vorderingen waarbij uiteindelijk maar een partij van zijn of haar recht op de activa gebruik kan maken. Hierdoor ontstaan onzekerheden en dus hogere risicopremies die uiteindelijk leiden tot hogere rentes die betaald moeten worden. Daarnaast is volgens Hamwijk bekendmaking nodig om mogelijke fraude (antedatering) bij een zekerheidsgever te voorkomen. De vraag is vervolgens in hoeverre een Europees registratiesysteem een middel kan zijn deze risico’s te voorkomen. In haar onderzoek geeft Hamwijk aan dat de financiers aangeven dat het risico op fraude in de praktijk meevalt en dat er, in bijvoorbeeld Nederland, voldoende instrumenten zijn om vormen van fraude tegen te gaan. In een keuze voor een registratiesysteem op Europees niveau kan daarbij meespelen dat er in veel landen al een vorm van een registratiesysteem is. Een dergelijk argument kan de doorslag geven om toch tot een Europese wijze van registratie te komen. Kaptein⁹⁹⁵ geeft over de mogelijkheden van een registerpand nog aan dat de concurrente schuldeisers geen bescherming nodig hebben tegen een mogelijke ‘*false wealth*’. Een register biedt volgens hem bijvoorbeeld geen bescherming tegen zekerheden die na raadpleging zijn gevestigd en bovendien biedt een register slechts bescherming voor de schuldeisers die het register daadwerkelijk raadplegen. Daar komt bij dat de positie van de concurrente schuldeisers niet

⁹⁹⁴ Hamwijk 2014.

⁹⁹⁵ Kaptein 2016, p. 37 – 38.

zozeer worden aangetast doordat er niet-kenbare zekerheden, maar door de bovenmatige zekerheidsstelling van bijvoorbeeld banken.

De invoering van een register op Europees niveau betekent uiteindelijk een afweging van de voor- en nadelen ervan zodat het registratiesysteem zo effectief en kostenefficiënt opgezet kan worden.⁹⁹⁶ Een register is daarbij ten nadele van de zekerheidsnemers, omdat deze te maken krijgen met hogere transactiekosten (registratiekosten en hogere risico's bij een onjuiste registratie). Daartegenover staan de belangen van de concurrente schuldeisers die informatie nodig hebben over bijvoorbeeld de gevestigde zekerheden om zo hun risicopremie in te kunnen schatten. Zonder deze informatie kan het zijn dat zij een te lage risicopremie in rekening brengen en dus onvoldoende gecompenseerd worden voor mogelijke risico's. De vraag is vervolgens mede welke informatie in het registratiesysteem moet komen te staan. Hamwijk⁹⁹⁷ geeft daarbij bijvoorbeeld aan dat in het voorstel voor de DCFR niet alle zekerheidsrechten geregistreerd hoeven te worden. Bij de registratieplicht zou het echter niet alleen moeten gaan om registratie van zekerheidsrechten. De noodzaak van transparantie kwam immers eveneens aan de orde bij de bespreking van de randvoorwaarden van concernvorming (hoofdstuk 8). Het hoofdargument was dat het voor concurrente schuldeisers in ieder geval inzichtelijk moet zijn hoe een concern eruit ziet zodat zij hun risicopremie hierop aan kunnen passen. Ook bij mijn bespreking over concerngaranties (hoofdstuk 13) bespreek ik het belang van transparantie van die garanties. Het dragende argument is wederom dat die transparantie nodig is zodat schuldeisers het risico kunnen inschatten over het handelen met de concernonderdelen. Het argument van transparantie gaat eigenlijk op voor alle handelingen waar derdeneffecten zijn. Als partijen afspraken maken die gevolgen hebben voor derden die niet bij de afspraak

⁹⁹⁶ Zie ook Hamwijk 2014 die de ontwikkeling van een Europees registratiesysteem via de DCFR ondersteunt. De opzet is volgens haar effectiever en kostenefficiënter dan de opzet in de VS, maar zij geeft nog wel verbeterpunten weer.

⁹⁹⁷ Hamwijk 2014.

zijn betrokken dan moeten die afspraken voor die derden minimaal transparant zijn zodat zij hier rekening mee kunnen houden. Voor de Europese Commissie betekent dit dat zij bij het opzetten van een Europees registratiesysteem in brede zin moeten nagaan welke informatie in een dergelijk registratiesysteem moet komen te staan. Dit hoeft niet alleen te gaan over zekerheidsrechten, maar kan tevens gaan over concernvorming of persoonlijke zekerheidsrechten.

Registratieplicht als belemmering van het vrije verkeer

Voor een bank brengt een verplichte registratie van door haar als zekerheidsnemer gevestigde zekerheden transactiekosten met zich mee. Als een bank in Nederland bijvoorbeeld in het VK een ‘charge’ wil vestigen dan betekent dit dat deze transactiekosten moet maken, omdat de Engelse zekerheid moet worden geregistreerd. Voor een vergelijkbaar Nederlands stil pandrecht geldt deze registratie-eis niet. Als de bank de zekerheid niet registreert dan kan dit gevolgen voor de bank hebben. Als de bank geen enkel risico wil nemen dat zou kunnen ontstaan bij het foutief registreren van de Engelse zekerheid dan kan dit voor een Nederlandse bank betekenen dat deze afziet van het beschikbaar stellen van financiering in het VK. Dat zou betekenen dat een eis van registratie in het VK een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal kan vormen. Zoals ik hierboven al heb aangegeven is een openbaar register een instrument om zekerheden aan derden kenbaar te maken met als doel het probleem van de ‘false wealth’ weg te nemen. Voor zover een registratieplicht zou leiden tot een belemmering is dit wat mij betreft een dwingende reden van algemeen belang. Verder is een openbaar register een geschikt middel zekerheden kenbaar te maken. Een derde kan vrij eenvoudig nagaan of een zekerheid is gevestigd. De vraag is vervolgens in hoeverre de eis van een verplichte registratie proportioneel is. Ik kan me voorstellen dat een openbaar register niet proportioneel is als in het register informatie moet komen te staan die niet strikt nodig is om derden in staat te stellen nader onderzoek te laten doen. Net als in de VS zou de informatie in het registratiesysteem dusdanig moeten

zijn dat derden op de hoogte van de zekerheid kunnen zijn en nader onderzoek kunnen stellen.

Het is mogelijk dat de bank in het land van vestiging de zekerheid op een andere manier kenbaar kan maken, bijvoorbeeld doordat de zekerheidsgever de zekergestelde zaak alleen kan gebruiken na toestemming van de zekerheidsnemer (toestemmingsvereiste). Dit betekent dat er voor de bank twee manieren zijn de zekerheid aan derden kenbaar te maken, te weten het toestemmingsvereiste in het land van vestiging van de bank en de verplichte registratie in het land van de ligging van zaken. Voor de bank geldt dat deze de zekerheid op grond van het zekerhedenrecht in de lidstaat van vestiging op een minder vergaande manier dan een registratieplicht kenbaar kan maken. De toestemming is in het land van vestiging van de bank immers al voldoende. Het land van bestemming kan in mijn optiek echter aantonen dat de eis van registratie geschikter is om zekerheden aan derden kenbaar te maken. Bij een registratie is de kans groot dat schuldeisers op de hoogte van de zekerheid zijn. Het toestemmingsvereiste is voor schuldeisers niet transparant. De eis van registratie is daarmee proportioneel. Een land dat registratie-eisen stelt hoeft dat niet aan te passen in het eigen recht.

De landen hebben dus een bepaalde mate van vrijheid om te zorgen dat zekerheden voor derden kenbaar zijn voor zover de eisen geschikt en proportioneel zijn. Dat betekent dat er verschillen in recht kunnen blijven bestaan voor zover het gaat over de eisen van kenbaarheid. Een uniforme regeling op dit onderdeel kan deze verschillen in recht wegnemen. Een Europese wetgever kan bijvoorbeeld in een richtlijn minimale vereisten opnemen over de kenbaarheid van zekerheden.

Stille zekerheidsrechten

Niet in alle lidstaten geldt een verplichte eis van registratie. In Nederland hoeven de stille pandrechten op roerende zaken of vordering niet in een openbaar

register te worden opgenomen.⁹⁹⁸ Voor het stille pandrecht op roerende zaken geldt verder dat Nederland ook andere manieren van kenbaarheid niet nodig acht.⁹⁹⁹ Het kenmerk van deze zekerheid is dat de roerende zaak waar de zekerheid op rust niet in de macht van de zekerheidsgever hoeft te worden gebracht.¹⁰⁰⁰ In hoofdstuk 12 kom ik terug op de zekerheid op vorderingen. Bij de vergelijkbare ‘floating charge’ uit het VK is met de registratieplicht wel gekozen voor een bepaalde mate van kenbaarheid. Dat betekent dat derden uit alle landen op de hoogte kunnen zijn van een zekerheid die is gevestigd op grond van het Engelse recht. Dit geldt niet voor een stille zekerheid op grond van het Nederlandse recht. Derden weten logischerwijs niet af van een stille zekerheid.¹⁰⁰¹ Dit betekent dat Nederland een vorm van ‘false wealth’ accepteert. Ligt hier een rol voor de Europese wetgever om tot Europese regels van registratie te komen? Om een Europese doelstelling (bijvoorbeeld verbeteren interne markt) te bereiken kan de Europese wetgever met voorstellen komen als de lidstaten niet zelf een bepaalde taak oppakken en de Europese wetgeving niet verder gaat dan nodig (eis van proportionaliteit). De eerste vraag is in hoeverre het beschermen van derden bij het vestigen van zekerheden een doelstelling is die uit het VWEU volgt. Dit kan wellicht vallen onder de doelstelling van de EU om een ruimte van vrijheid, veiligheid en recht tot stand te brengen (artikel 67 VWEU).¹⁰⁰² De Europese wetgever kan betogen dat derden (bijvoorbeeld leveranciers) hun risicopremie beter in kunnen schatten bij de levering aan een concernonderdeel in Nederland als voor deze derden gevestigde zekerheden kenbaar zijn. Het voorkomen van een ‘false wealth’ moet

⁹⁹⁸ Zie ook Stuycken 1998 die een oproep doet om wel met een openbaar register voor zekerheden te komen. Zie ook Hamwijk 2014.

⁹⁹⁹ Zie Van der Weide 2016 die aangeeft dat derden een stil pandrecht niet kennen.

¹⁰⁰⁰ Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI*2010, nr. 165, Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/165 en Hamwijk 2014.

¹⁰⁰¹ Zie ook Verheul en Verstijlen 2016, p. 79.

¹⁰⁰² De onderbouwing voor de totstandkoming van de Europese regels over insolventie is eveneens gebaseerd op deze doelstelling (overweging 2 EIV).

bijdragen aan een ruimte van vrijheid, veiligheid en recht (artikel 67 - 68 VWEU). Meer transparantie over zekerheden draagt bij aan het verbeteren van de interne markt. Op grond van deze redenering zou de Europese wetgever een standpunt in kunnen nemen over Europese regels voor registratie van zekerheden. De Europese Raad kan bijvoorbeeld strategische richtsnoeren opstellen van de wetgevende en operationele programmering in de ruimte van vrijheid, veiligheid en recht (artikel 68 VWEU). De Europese Raad kan als uitgangspunt vaststellen dat de registratie van zekerheden noodzakelijk is ter bescherming van de positie van derden, voor zover blijkt dat er geen andere geschikte manieren zijn om zekerheden kenbaar te maken. De Europese Commissie kan verder in bijvoorbeeld een aanbeveling beginselen vaststellen voor het registreren of kenbaar maken van een zekerheidsrecht. De Europese Commissie kan bijvoorbeeld, net als in de VS, als basisregel vaststellen welke minimale informatie over zekerheidsrechten moeten worden opgenomen in een openbaar register en in welke gevallen er onvoldoende alternatieven zijn voor het kenbaar maken van zekerheden. De Europese wetgever kan ook kiezen voor een Europees register waarin partijen vrijwillig zekerheidsrechten kunnen laten registreren en dat een ieder in de EU in kan zien. Het opzetten van een Europees register voor zekerheden lijkt mij niet in strijd met artikel 345 VWEU voor zover het register faciliterend is en naast mogelijke registers van de lidstaten bestaat. Het opstellen van Europese regels over het registreren van zekerheden of het opzetten van een faciliterend Europees register kan een manier zijn om derden in de EU te beschermen bij het vestigen van zekerheden waarbij de EU van de VS kan leren over de wijze van registratie en de benodigde informatie die in een register moeten komen. Als de registratie van een zekerheid in een Europees register wel een verplichtend karakter bij het vestigen of executeren van een zekerheid krijgt dan komt de vraag op in hoeverre de Europese wetgever verder gaat dan de bedoeling van artikel 345 VWEU. De Europese wetgever stelt in dat geval voorwaarden vast voor het vestigen van zekerheden en geeft invulling aan het zekerhedenrecht van een lidstaat. Ik kom hier nog op terug.

De eventuele Europese publicatievoorschriften of de eisen over het kenbaar maken van zekerheden verhouden zich niet met de stille zekerheden zoals die bijvoorbeeld in Nederland mogelijk zijn. De achterliggende reden om zekerheden stil te houden is dat Nederland in het belang van het concernonderdeel imago-schade wil voorkomen (zie ook hoofdstuk12).¹⁰⁰³ Verder bespaart de bank transactiekosten doordat deze de zekerheid niet hoeft te registreren. Dit betekent dat een bank en een concernonderdeel nooit vrijwillig een stil pandrecht zullen laten registreren in een faciliterend Europees openbaar register. Deze partijen hebben daar geen belang bij. De publicatievereisten verhouden zich niet met het belang van het concernonderdeel dat imago-schade wil voorkomen en de bank die transactiekosten wil besparen. Het belang van het concernonderdeel en de bank respectievelijk het belang van derden botsen hier dus met elkaar. Voor mij weegt hier het belang van derden vanuit een rechtseconomisch perspectief zwaarder dan het belang van een concernonderdeel dat imagoschade wil voorkomen, vanwege de *'false wealth'* dat ontstaat. In het VK is deze afweging op een juiste wijze afgewogen met de publicatieplicht van een *'floating charge'*. Nederland accepteert met haar stille zekerheden het risico op *'false wealth'*. Dit leidt tot onwenselijke verdeling van transactiekosten en is daarmee, althans in mijn ogen, een inefficiënte keuze door Nederland.

De Europese wetgever kan die inefficiëntie oplossen met verplichte eisen over registratie van zekerheden. De vraag is echter of het aan de Europese wetgever is deze eventuele inefficiëntie in de Nederlandse wetgeving weg te nemen. Stel dat Nederland per se geen publicatieplicht voor stille zekerheden wil met als argument dat Nederland het belang van de zekerheidsgever en -nemer zwaarder weegt dan de belangen van derden. Nederland legt met een dergelijk standpunt geen belemmering van het vrije verkeer van kapitaal op voor de bank. Een bank heeft geen direct belang bij een publicatie en kan nog steeds vanuit een andere lidstaat financiering verstrekken. Sterker nog, een verplichte publicatie van een zekerheid

¹⁰⁰³ Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/27a en Hamwijk 2014, p. 57 – 63.

leidt tot verhoogde transactiekosten voor de bank. De vraag is vervolgens in hoeverre derden (zoals leveranciers) uit andere lidstaten zonder belemmering goederen of diensten aan een concernonderdeel in Nederland kunnen blijven leveren en in hoeverre een lidstaat een belemmering voor leveranciers opwerpt als die lidstaat stille zekerheden toestaat. Belemmert een gebrek aan kenbaarheid van zekerheden in Nederland het vrije verkeer van bijvoorbeeld goederen? Als een leverancier niet weet dat een zekerheid is gevestigd dan brengt die leverancier bij het leveren van goederen een onjuiste risicopremie in rekening. Bij mijn beschrijving van de positie van de bank in hoofdstuk 10 heb ik aangegeven dat er een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal is als een bank niet naar eigen wens zekerheden kan vestigen om op die manier haar risicopremie kan verlagen. Het verschil met de positie van de leverancier is echter dat deze bij stille zekerheden niet weet dat hij een te lage risicopremie in rekening brengt en dat zijn positie is achtergesteld op die van een zekerheidsnemer. De leverancier kan de goederen nog steeds zonder enige belemmering leveren in een ander land en komt er bij een faillissement achter dat zijn positie is achtergesteld. De vraag bij stille zekerheidsrechten is of de enkele onwetendheid over de vestiging van een stille zekerheid in Nederland voor een leverancier effect heeft op de grensoverschrijdende handel en daarmee een belemmering is van het vrije verkeer van goederen. De belemmering zou dan zijn dat Nederland weigert de stille zekerheidsrechten bekend te maken. Dit zou een belemmering zijn als hierdoor een leverancier minder goederen naar Nederland wil gaan exporteren met als reden dat deze niet kan inschatten of zijn of haar positie is achtergesteld ten opzichte van een zekerheidsnemer. In het *Krantz*-arrest (zie ook hoofdstuk 10.3 over het eigendomsvoorbehoud) heeft het HvJ aangegeven dat het vrije verkeer van goederen niet is belemmerd bij een onzeker en indirect effect.¹⁰⁰⁴ In mijn optiek is de enkele onwetendheid te indirect of te onzeker om te kunnen spreken van een belemmering van het vrije verkeer van goederen. Het kenmerk van de

¹⁰⁰⁴ HvJ van 7 maart 1990, zaak C-69/88 (*Krantz*) en Lenaerts 2015.

onwetendheid is dat een leverancier te maken kan hebben met een onderneming die geen stille zekerheden heeft gevestigd. In dat geval zou een leverancier wel degelijk een juiste risicopremie in rekening brengen.

Belangrijker is dat de afweging van de belangen van derden (via een registratieplicht) en het concernonderdeel in beginsel hoort tot een regeling van het goederen- en zekerhedenrecht van een lidstaat. Het is niet aan de Europese wetgever deze belangenafweging in het zekerhedenrecht van een lidstaat over te nemen. Dit stuit mijns inziens op artikel 345 VWEU waarin is opgenomen dat de verdragen (en dus Europese bemoeienis) de regeling van het eigendomsrecht van de lidstaten onverlet laten. Akkermans en Ramaeker¹⁰⁰⁵ betogen weliswaar dat artikel 345 VWEU beperkt is tot het reguleren van publiek of privaat eigendom van onderneming en dat het artikel de Europese wetgever niet belet om met een Europees goederenrecht te komen. Volgens hen belet artikel 345 VWEU de Europese wetgever niet om zelf een Europeesrechtelijk zekerheidsrecht vast te stellen. In hun analyse lijken zij wel te erkennen dat het artikel vooral weergeeft dat de Europese wetgever neutraal is over de wijze waarop de lidstaten hun algemene regeling of het systeem van het zekerhedenrecht opzetten. Het verplicht opleggen aan de lidstaten om bij het vestigen of executeren van zekerheden transparantievereisten in acht te nemen betekent dat de Europese wetgever zich direct mengt in het algemene systeem van het zekerhedenrecht van een lidstaat. Het gaat hier dus niet zozeer om de vraag in hoeverre een Europese wetgever een nieuw Europees transparant zekerhedenrecht kan opstellen dat naast het zekerhedenrecht van de lidstaten bestaat, maar in hoeverre de Europese wetgever het systeem van het zekerhedenrecht van de lidstaten kan wijzigen. Ook als blijkt dat de lidstaten geen belemmering opwerpen van de bepalingen van het vrije verkeer. De Europese Commissie kan uiteraard met voorstellen komen over een verplichte registratie, bijvoorbeeld met als reden om de interne markt te verbeteren. De Europese Commissie kan bijvoorbeeld in een richtlijn als algemene regel

¹⁰⁰⁵ Akkermans en Ramaeker 2010 en Akkermans en Ramaeker 2011.

opnemen dat zekerheden kenbaar moeten zijn voor derden. Het is vervolgens aan de lidstaat Nederland om expliciet te maken dat zij de belangen van de zekerheidsgever zwaarder weegt dan de belangen van derden. De Europese Raad zou bij wijze van meerderheid van stemmen of bij een gekwalificeerde meerderheid van stemmen zoals bepaald in artikel 238 VWEU uiteindelijk toch kunnen besluiten tot bijvoorbeeld Europese regels over een verplichte publicatie van zekerheden. Nederland kan een dergelijk besluit van de Raad vervolgens voorleggen aan het HvJ en vragen dit besluit te vernietigen vanwege strijd met artikel 345 VWEU. Het HvJ heeft in het verleden al eens een richtlijn nietig verklaard met als reden dat de Europese wetgever niet kon aantonen dat de richtlijn nodig was voor het verbeteren van het functioneren van de interne markt.¹⁰⁰⁶ Deze richtlijn was met andere woorden in strijd met de bepalingen van het VWEU. Het HvJ kan zich uitlaten over de vraag in hoeverre de Europese wetgever bevoegd is het systeem van het zekerhedenrecht van de lidstaten aan te passen voor zover niet is gebleken dat de lidstaat in strijd handelt met de bepalingen van het vrije verkeer. Kopalit¹⁰⁰⁷ legt daarbij ook uit dat het vooral een politiek vraagstuk is in hoeverre artikel 345 VWEU de Europese wetgever belet om eisen te gaan stellen aan bijvoorbeeld de registratie van zekerheden. Een alternatief is dat de landen in een verdrag afspraken maken over transparantie bij zekerheden. Een dergelijk verdrag valt dan buiten het Europese recht en is niet in strijd met artikel 345 VWEU. Alle landen moeten een dergelijk verdrag uiteindelijk uiteraard wel ratificeren.

Voor zover de landen in een verdrag geen afspraken maken over transparantie bij zekerheden leidt dit tot de conclusie dat in de EU een lidstaat kan kiezen om zekerheden onvoldoende kenbaar te maken en daarmee een risico op ‘*false wealth*’ kan veroorzaken. Dit risico doet zich niet voor in de VS waar een uniforme wijze van bekenmaking in de UCC geldt. Daarbij komt dat de Europese wetgever

¹⁰⁰⁶ HvJ van 5 oktober 2000, zaak C – 376/98 (Tabacco advertising). Voor een uitleg zie ook Weatherill 2006 en Kopalit 2021.

¹⁰⁰⁷ Kopalit 2021.

vanwege artikel 345 VWEU in mijn ogen geen mogelijkheden heeft om voorwaarden te stellen aan het verplicht kenbaar maken van zekerheden. Dit laat wat mij betreft een inefficiëntie zien in de Europese rechtsordening in vergelijking met de Amerikaanse rechtsordening. Mijn pleidooi is om in een verdrag afspraken te maken over transparantie van zekerheden.

11.3 *Benadeling van bestaande schuldeisers (actio pauliana)*

11.3.1 Actio pauliana en de faillissementspauliana

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

De bovenstaande discussie over kenbaarheid van zekerheden voor derden is vooral relevant voor schuldeisers die een nieuwe rechtsverhouding met een concernonderdeel aangaan. Het argument was steeds dat als een schuldeiser op de hoogte is van een zekerheid deze er rekening mee kan houden bij het aangaan van een contract. Als een schuldeiser eenmaal een rechtsverhouding met het concernonderdeel is aangegaan dan kan het concernonderdeel de relatieve positie alsnog verslechteren. Een voorbeeld is het verstrekken van zekerheden voor bestaande schulden. Daarnaast kan een concernonderdeel transacties aangaan waarbij het concernonderdeel activa tegen een te lage waarde weggeeft. Een andere mogelijkheid is dat een concernonderdeel bepaalde schuldeisers eerder betaalt zonder dat het concernonderdeel daartoe verplicht is. Het concernonderdeel kan met dergelijke rechtshandelingen de positie van bestaande schuldeisers benadelen. Dit is het vraagstuk van de *actio pauliana* of de ‘*preferences*’¹⁰⁰⁸ uit het

¹⁰⁰⁸ Wood 2007-b, p. 459 – 460. Hij geeft aan dat er geen eenduidige terminologie voor het leerstuk bestaat.

Engelse en Amerikaanse recht. Dit rechtsgebied biedt een controlerecht voor een bestaande schuldeiser om een rechtshandeling tussen het concernonderdeel met een derde aan te tasten als is gebleken dat die rechtshandeling heeft geleid tot benadeling van de schuldeiser. De kern van de actio pauliana is niet zozeer gericht op schadeloosstelling van schuldeisers, maar op bewaring van bestaande rechten van de schuldeisers.¹⁰⁰⁹ Het instrument van de actio pauliana gaat over het wegnemen van de nadelige gevolgen voor bestaande schuldeisers als gevolg van een transactie tussen het concernonderdeel en een derde. De actio pauliana is een uitzondering op de regel dat een concernonderdeel haar eigen activa naar eigen inzicht mag inzetten.¹⁰¹⁰ De actio pauliana geeft de grens aan van het vrije handelen van het concernonderdeel. De grens is bereikt als het concernonderdeel weet of behoorde te weten dat het concernonderdeel door het verrichten van bepaalde handelingen bestaande schuldeisers benadeelt.¹⁰¹¹

In de wetgeving van de verschillende landen wordt veelal een onderscheid gemaakt tussen de faillissementspauliana en de algemene regeling uit het burgerlijke recht.¹⁰¹² De faillissementspauliana is vaak¹⁰¹³ een onderdeel van het

¹⁰⁰⁹ Zie de conclusie van Adv. Gen. Ruiz – Jarabo Colomer van 16 oktober 2008, zaak C-339 / 07 (Deko Marty) en de conclusie van de Adv. Gen. Bobek van 21 juni 2018, zaak C – 337/17 (Feniks). Zie ook Van Asperen 2019, p. 59.

¹⁰¹⁰ Van Buuren 2008.

¹⁰¹¹ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I* 2012, p. 496 en 499, Asser/Sieburgh 6-III 2018/587 en De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvensies (R&P nr. InsRI) 2010/4.2.1.1.*

¹⁰¹² Zie de conclusie van Adv. Gen. Ruiz – Jarabo Colomer van 16 oktober 2008, zaak C-339 / 07 (Deko Marty) en de conclusie van de Adv. Gen. Bobek van 21 juni 2018, zaak C – 337/17 (Feniks). Het HvJ heeft in deze zaak geen nadere uitleg gegeven over de achtergrond van de actio pauliana. Zie Van Asperen 2019 waarin ik een uitleg geef over de actio pauliana in Europees verband.

¹⁰¹³ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvensies (R&P nr. InsRI) 2010/1.1.* waarin is gewezen op de faillissementswetgeving in Nederland en Duitsland. In het VK worden schuldeisers beschermd via een veelheid aan verschillende bepalingen.

faillissementsrecht met als doel de positie van de gezamenlijke schuldeisers te beschermen. De faillissementspauliana is een controlerecht van de curator bij de verdeling van de failliete boedel. Met de faillissementspauliana kan de curator de failliete boedel uitbreiden met activa die ten onrechte voor het faillissement aan de boedel zijn betrokken, inclusief betalingen. Ook als het concernonderdeel als schuldenaar voorafgaand aan het faillissement benadelende rechtshandelingen heeft verricht. Het instrument van de faillissementspauliana geeft de curator de mogelijkheid de failliete boedel op een gestructureerde wijze af te kunnen wikkelen.¹⁰¹⁴ Het is een instrument dat grenzen stelt aan de vrijheid van een onderneming om voorafgaand aan een insolventie onaantastbare handelingen te verrichten.¹⁰¹⁵ De actio pauliana uit het burgerlijke recht is een controlerecht dat een individuele schuldeiser in kan zetten als blijkt dat een concernonderdeel zijn positie heeft benadeeld door het aangaan van een rechtshandeling. Het instrument van de actio pauliana is daarbij nodig om het verhaalsrecht van een schuldeiser te beschermen.¹⁰¹⁶ Een verschil tussen de faillissementspauliana en de algemene regeling uit het burgerlijke recht is verder dat de mogelijkheden van een curator om benadelende rechtshandelingen aan te tasten soms ruimer zijn dan in de algemene regeling en de bewijslast voor de curator kan minder zwaar zijn dan voor een individuele schuldeiser.¹⁰¹⁷

¹⁰¹⁴ De Weijts 2012, p. 70.

¹⁰¹⁵ De Weijts, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsRI) 2010/1.1.*

¹⁰¹⁶ Van Asperen 2019, p. 55.

¹⁰¹⁷ Zie de conclusie van Adv. Gen. Ruiz – Jarabo Colomer van 16 oktober 2008, zaak C-339 / 07 (Deko Marty).

11.3.2 Verschil in voorwaarden landen

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

In de juridische ordening van de verschillende landen kunnen verschillende voorwaarden gelden om de actio pauliana en de faillissementspauliana in te kunnen zetten. De voorwaarden om de regelingen te kunnen gebruiken of de rechtsgevolgen (nietigheid of vernietiging) kunnen verschillen per land.¹⁰¹⁸ Volgens Van Dijck zijn de regelingen van de actio pauliana in Duitsland en het VK uit het burgerlijke recht daarbij wel nagenoeg vergelijkbaar met de Nederlandse actio Pauliana.¹⁰¹⁹ Toch kan een partij, bijvoorbeeld vanwege een minder zware bewijslast de voorkeur hebben voor toepassing van het recht van een land. Dit kwam bijvoorbeeld aan de orde in de zaken Reichert I en I die bij het HvJ aanhangig zijn geweest. Deze zaken gingen over de vraag in hoeverre de Franse rechter zich bevoegd kon verklaren. De Dresdner Bank wilde de actio pauliana inzetten om een schenking van een Duits echtpaar van een onroerende zaak aan hun Duitse zoon tegen te gaan. De onroerende zaak was gelegen in Frankrijk. De Dresdner Bank wilde van het Franse recht gebruik maken in plaats van het Duitse recht, omdat de actio pauliana op grond van het Duitse recht moeilijker te bewijzen was.¹⁰²⁰ Wat de faillissementspauliana betreft geven De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell verder aan dat de regelingen uit de verschillende landen van elkaar verschillen voor wat betreft de mogelijkheden om zekerheden te verstrekken voor

¹⁰¹⁸ Van Asperen 2019, p. 55.

¹⁰¹⁹ Van Dijck 2006-a, p. 147 en Mon. Privaatrecht (Van Dijck) 4, hoofdstuk 5.

¹⁰²⁰ HvJ van 10 januari 1990, zaak C-115/88 (Reichert I) en HvJ van 26 maart 1992, zaak C-261/90 (Reichert II). Voor een verdere uitleg over de zaken zie Van Asperen 2019.

bestaande en nieuwe financiering bij bijvoorbeeld herstructurering.¹⁰²¹ Ik kom hier nog op terug.

Volgens De Weijs¹⁰²² komen de verschillen tussen de landen mede tot uiting in de mate waarin de landen objectieve en subjectieve criteria toepassen om een rechtshandeling met inzet van een faillissementspauliana aan te tasten. Een voorbeeld van een objectief criteria is de mate waarin een schuldeiser kan bewijzen dat zijn positie is benadeeld of dat een benadeelde handeling binnen een bepaalde vastgestelde termijn is verricht voorafgaand aan een insolventie. Ook de hoedanigheid van een partij kan een objectief criterium zijn, zoals handelingen door de moeder als aandeelhouder die een lening aan een concernonderdeel verleent. De faillissementspauliana is in te zetten als aan deze objectieve criteria is voldaan. Als een benadeelde schuldeiser of curator tevens subjectieve criteria moet bewijzen in de zin dat het subject zich op een bepaalde manier gedraagt dan is er bewijs nodig dat bijvoorbeeld het concernonderdeel als schuldenaar zich in een bepaalde mate verwijtbaar heeft gedragen of dat de schuldenaar en de derde hebben geweten of hebben behoren te weten dat de rechtshandeling tot benadeling had kunnen leiden. De bewijsvoering hoeft niet per se te gaan over benadeling, maar vooral over opzet of wetenschap waarbij de geestesgesteldheid van de partijen meeweegt.¹⁰²³

De Weijs maakt verder een onderscheid in drie basisvormen van de faillissementspauliana.¹⁰²⁴ Bij de eerste basisvorm gaat het om handelingen die voor de onderneming of schuldenaar zelf nadelig zijn. Een voorbeeld is een handeling om niet (schenking) of een handeling met een sterke

¹⁰²¹ De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012. Zie ook Weijs 2012, p. 70.

¹⁰²² De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1) 2010/1.2.* en De Weijs 2012, p. 70.

¹⁰²³ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1) 2010/1.2.*

¹⁰²⁴ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1) 2010/1.4.*

waardevermindering. Het gevolg is dat de schuldenaar minder vermogen heeft om de andere schuldeisers te kunnen betalen. Met een dergelijke benadelende handeling maakt het concernonderdeel inbreuk op de integriteit van het verhaalsvermogen dat zij als schuldenaar heeft. Met de benadeelde handeling wijkt het concernonderdeel af van het uitgangspunt dat een schuldenaar met zijn gehele vermogen instaat voor betaling van alle schulden. Dit vermogen is door de benadelende handeling kleiner. Een tweede basisvorm is een handeling waarmee de schuldenaar de *paritas creditorum* doorbreekt, bijvoorbeeld door de bank eerder te betalen dan verplicht. In het Engelse recht staat dit bekend als ‘*preferences*’. Op zich is de handeling voor de schuldenaar vermogensneutraal. De schuldenaar betaalt immers een geldsom die hij of zij toch aan de bank had moeten betalen. De andere schuldeisers zijn echter benadeeld, omdat de betaalde geldsom niet meer voor hen beschikbaar is. De gezamenlijke schuldeisers moeten ervan uit kunnen gaan dat het vermogen van de schuldenaar bij een insolventie in zijn volle omvang beschikbaar is voor alle schuldeisers. De schuldeisers moeten uit kunnen gaan van een *ex post* verdeling van de boedel waarbij elke schuldeiser een recht heeft op zijn deel naar rato van zijn vordering.¹⁰²⁵ Een derde basisvorm is benadeling door de dubbele opstelling van de moeder als aandeelhouder. De moeder kan de concernonderdelen bevoordelen ten opzichte van de concurrente schuldeisers van die concernonderdelen, bijvoorbeeld door de concernonderdelen te financieren met leningen eventueel met zekerheden of garanties. De moeder wijkt dan volgens De Weijs af van het basisprincipe dat een aandeelhouder alleen risicokapitaal beschikbaar stelt. De hoofdregel is dat de aandeelhouder een achtergestelde positie heeft ten opzichte van de schuldeisers van de concernonderdelen. In hoofdstuk 13 ga ik hier in meer detail op in.

In de volgende paragrafen beschrijf ik de verschillende regelingen in de landen waarbij ik in zal gaan op de objectieve en subjectieve criteria die gesteld worden.

¹⁰²⁵ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsRI) 2010/1.4.2.3.3*. geeft aan dat dit volgt uit de ‘*creditors bargain theory*’.

Eerst ga ik in op de regelingen in Duitsland en Nederland en daarna de regelingen in het VK en de VS.

11.3.2.1 Duitsland

In Duitsland zijn bepalingen over de actio pauliana buiten faillissement opgenomen in §§ 3 en 4 van de Anfechtungsgesetz. Op grond hiervan kan een schuldeiser rechtshandelingen aantasten die leiden tot ‘*Vorzätzliche Benachteiligung*’ (§ 3 Anfechtungsgesetz). Om van deze regeling gebruik te maken moet aan een aantal voorwaarden zijn voldaan. Een objectief criterium is dat de rechtshandeling die een concernonderdeel verricht moet leiden tot benadeling van de schuldeiser die de rechtshandeling wil aanvechten. Verder moet de benadelende rechtshandeling zijn verricht binnen 10 jaar voorafgaand aan het moment dat de benadeelde schuldeiser haar vordering instelt. Bij benadeling als gevolg van het stellen van zekerheden of bij bevrijdende betaling (‘*Befriedigung*’) geldt een kortere periode van vier jaar. Een aanvullende voorwaarde is dat de benadeelde schuldeiser moet aantonen dat het concernonderdeel opzettelijk (‘*mit dem Vorsatz*’) de schuldeiser heeft willen benadelen en dat de derde waar het concernonderdeel de rechtshandeling mee is aangegaan op de hoogte van de benadeling is geweest. De wetenschap over benadeling van de derde wordt aangenomen als het concernonderdeel op het moment van benadeling niet meer aan haar betalingsverplichting kon voldoen of de kans hierop groot was. De regeling kent dus twee subjectieve criteria, te weten opzet van het concernonderdeel en wetenschap van een derde partij. Daarnaast kan in Duitsland een schuldeiser een prestatie van een concernonderdeel aanvechten die het concernonderdeel zonder tegenprestatie heeft verricht. Dit staat bekend als een ‘*ungeltige Leistung*’, oftewel een vorm van een gift. De voorwaarde is dat de ‘*ungeltige Leistung*’ is verricht niet langer dan vier jaar voorafgaand aan de vordering van de schuldeiser om de rechtshandeling aan te tasten (§ 4 Anfechtungsgesetz).

De regeling van de *faillissementspauliana* in Duitsland is volgens De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell een ‘*coherent, rather complex framework*’ waarbij de regeling extreem gedetailleerd en genuanceerd is.¹⁰²⁶ De basisregel van de *faillissementspauliana* is dat het moet gaan om een rechtshandeling die tot benadeling van de schuldeisers heeft geleid (§ 129 Insolvenzordnung). In de §§ 129 – 136 Insolvenzordnung zijn nadere criteria uitgewerkt. De Weijs maakt daarbij nog een onderscheid in drie categorieën.¹⁰²⁷ De eerste categorie zijn de bepalingen van de bijzondere aantastingsgronden zoals opgenomen in §§ 130 – 132 Insolvenzordnung. Het doel van deze aantastingsgronden is om de *paritas creditorum* in de drie maanden voorafgaand aan het verzoek tot insolventieverklaring te beschermen. In deze aanlooperperiode is een schuldenaar dus niet meer volledig handelingsvrij.¹⁰²⁸ De tweede categorie zijn de regels die in algemene zin gelden voor handelingen van een schuldenaar (§§ 133 – 134 Insolvenzordnung). De derde categorie zijn de regels die opgaan voor vormen van financiering door de moeder als aandeelhouder (§§ 135 – 136 Insolvenzordnung). Hieronder bespreek ik kort de drie categorieën.

Bij de eerste categorie van bijzondere aantastingsgronden is een onderscheid gemaakt tussen een ‘*kongruente*’ of ‘*inkongruente Deckung*’ (§§ 130 en 131 Insolvenzordnung). Bij een ‘*kongruente Deckung*’ heeft een onderneming een betaling verricht of een zekerheid gevestigd die volgen uit de afspraken in een contract en waar deze dus al recht op had. Bij een ‘*inkongruente Deckung*’ volgt de betaling of de zekerheid niet uit de afspraken van het contract. Een voorbeeld is een zekerheid voor een bestaande lening waarvoor geen zekerheden waren

¹⁰²⁶ De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell 2012. Zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/12.2.

¹⁰²⁷ Zie ook De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies (R&P nr. InsR1)* 2010/2.2.

¹⁰²⁸ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies (R&P nr. InsR1)* 2010/2.2.1.1.

gevestigd. Voor de aantastingsgrond uit § 130 Insolvenzordnung geldt dat de rechtshandeling vernietigbaar is als de benadelende rechtshandeling is verricht uiterlijk drie maanden voorafgaand aan de verklaring van insolventie. Als tegenover de verrichte rechtshandeling echter een gelijkwaardige tegenprestatie staat dan is de rechtshandeling alleen te vernietigen bij bewuste benadeling (§§ 142 en 133 Insolvenzordnung). Een aanvullende voorwaarde voor aantasting van de rechtshandeling op grond van § 130 Insolvenzordnung is dat het concernonderdeel op het moment van het verrichten van de rechtshandeling betalingsonbekwaam was zoals bedoeld in § 17 Insolvenzordnung en dat de andere partij hiervan op de hoogte was. Als die andere partij een gerelateerde persoon is (bijvoorbeeld de moeder) zoals bedoeld in § 138 Insolvenzordnung dan wordt vermoed dat die partij op de hoogte was van de betalingsonmacht. Bij aantasting via deze bepaling geldt dus een objectief (rechtshandeling drie maanden voorafgaand aan insolventie en betalingsonbekwaamheid) en een subjectief criterium (bekendheid betalingsonbekwaamheid).

Voor aantasting zoals bedoeld in § 131 Insolvenzordnung van betaling van niet-opeisbare vorderingen is weinig bewijs nodig.¹⁰²⁹ Een curator kan een incongruente handeling bewijzen als het concernonderdeel op een andere manier gaat nakomen dan is afgesproken of extra zekerheden voor bestaand krediet heeft verstrekt. Voor het aantasten van dergelijke handelingen gelden verschillende termijnen (§ 131 Insolvenzordnung). Als het concernonderdeel de rechtshandeling een maand voorafgaand aan het faillissement is aangegaan dan kan de curator de rechtshandeling zondermeer vernietigen (§ 131 (1) onder 1 Insolvenzordnung). Als het concernonderdeel de rechtshandeling tussen twee en drie maanden voorafgaand aan het faillissement heeft verricht dan geldt als additionele eis dat het concernonderdeel op het moment van het verrichten van de benadelende

¹⁰²⁹ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/2.2.2. en De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012.

rechtshandeling betalingsonbekwaam was óf dat de derde op de hoogte van de benadeling was (§ 131 (1) onder 2 en 3 Insolvenzordnung).

Daarnaast kan de curator rechtshandelingen van het concernonderdeel aantasten die een direct nadeel voor schuldeisers meebrengen (*'unmittelbar nachteilige Rechtshandlung'* (§ 132 Insolvenzordnung). De regeling van § 132 Insolvenzordnung geldt voor alle rechtshandelingen drie maanden voorafgaand aan een verklaring van insolventie als is gebleken dat het concernonderdeel op dat moment niet meer in staat was om te betalen en de derde hiervan op de hoogte was (§ 132 (1) onder 1 Insolvenzordnung). Daarnaast is een rechtshandeling aantastbaar nadat de aanvraag tot insolventie is ingediend en als een derde op de hoogte was van de betalingsonbekwaamheid van het concernonderdeel of de aanvraag tot insolventie (§ 132 (1) onder 2 Insolvenzordnung).

Een ander mogelijkheid om benadelende rechtshandelingen aan te tasten is bij bewuste benadeling (§133 Insolvenzordnung) en bij een vorm van giften (*'unentgeltige Leistung'* §134 Insolvenzordnung. De bewuste benadeling van §133 Insolvenzordnung is een restcategorie of een *'catch all provision'*¹⁰³⁰ die geldt voor alle benadelende rechtshandelingen die zijn aangegaan in een periode tien jaar voorafgaand aan een faillissement. Het concernonderdeel moet de intentie en opzet hebben gehad om te benadelen en de derde moet van de intentie hebben geweten (§133 Insolvenzordnung).¹⁰³¹ Bij aantasting van een rechtshandeling op grond van de *'unentgeltige Leistung'* is een vereiste dat de onverplichte prestatie is verricht in een periode vier jaar voorafgaand aan een faillissement (§134

¹⁰³⁰ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies (R&P nr. InsR1)* 2010/2.2.4. De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012.

¹⁰³¹ De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012 wijzen nog op dat zekerheden voor nieuw krediet bij herstructurering alleen op grond van dit artikel worden vernietigd (§ 142 Insolvenzordnung).

Insolvenzordnung).¹⁰³² Het gaat hier vooral om prestaties om niet. De Weijs¹⁰³³ geeft hierover aan dat het artikel vooral is bedoeld als bescherming van de integriteit van het verhaalsvermogen van een schuldenaar waarbij rechtshandelingen om niet minder goed beschermd worden dan rechtshandelingen waar wel een tegenprestatie tegenover staat.

In §135 Insolvenzordnung staat een regeling voor het aantasten van zekerheden of betalingen binnen een concern. In hoofdstuk 13 kom ik hier in meer detail op terug bij mijn bespreking van de ‘interne’ financiering binnen een concern.

11.3.2.2 Nederland

Asser/Hartkamp, Sieburgh 6-I* beschrijven de Nederlandse actio pauliana als een bijzondere figuur met eigenaardige kenmerken.¹⁰³⁴ Volgens Van Dijck is het een instrument waar weinig theorievorming over is en waarover nauwelijks gegevens bestaan over de effectiviteit van de regeling.¹⁰³⁵ Het is een individueel recht dat alleen toekomt aan de schuldeiser van het concernonderdeel en niet aan andere partijen, zoals een aandeelhouder. Een schuldeiser is eenieder die krachtens een verbintenis het recht heeft om van het concernonderdeel een prestatie te vorderen.¹⁰³⁶ Dit zijn eveneens de schuldeisers die nog geen opeisbare schuld hebben of een opschortende voorwaarde hebben afgesproken, mits voldoende

¹⁰³² De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012 beschrijven dat dit vooral voor intra-groep transacties dramatische effecten kan hebben, bijvoorbeeld als voor de moeder geen enkele verplichting was voor een bepaalde intra-groep transactie.

¹⁰³³ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies (R&P nr. InsR1) 2010/2.2.5*. Zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120) 2014/12.2.3*.

¹⁰³⁴ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I* 2012, p. 506.

¹⁰³⁵ Mon. Privaatrecht (Van Dijck) 4 2008, p. 7.

¹⁰³⁶ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I* 2012, p. 497 en Asser/Sieburgh 6-III 2018/588.

aannemelijk is dat aan de afgesproken voorwaarde is voldaan. Een schuldeiser kan een benadelende rechtshandeling vernietigen op grond van de voorwaarden zoals gesteld in artikel 3:45 lid 1 BW. De vordering op grond van een actio pauliana heeft relatieve werking en geldt alleen voor de schuldeiser die de vordering instelt. De benadelende rechtshandeling wordt alleen ‘te zijnen behoeve’ vernietigd en de vernietiging gaat niet verder dan nodig ter opheffing van de door de schuldeiser ondervonden benadeling (artikel 3:45 lid 4 BW). Een voorwaarde voor het invoeren van een vordering op basis van de actio pauliana is dat het concernonderdeel een onverplichte rechtshandeling heeft verricht waarvan het concernonderdeel wist of behoorde te weten dat benadeling van een of meer schuldeisers in hun verhaalsmogelijkheden het gevolg zou zijn (artikel 3:45 BW). Het gaat niet alleen om benadelende rechtshandelingen die te maken hebben met een contractuele relatie van het concernonderdeel en een derde, maar het kan eveneens gaan om andere rechtshandelingen en rechtsbetrekkingen, zoals een benadelend besluit van een Algemene Vergadering van Aandeelhouders.¹⁰³⁷ Een concernonderdeel verricht een onverplichte rechtshandeling als het concernonderdeel op grond van de wet of de gemaakte afspraken geen rechtsplicht heeft om een bepaalde handeling te verrichten. Een voorbeeld is het betalen van een vordering die nog niet opeisbaar is. Tevens moet zijn bewezen dat een schuldeiser in zijn of haar verhaalsmogelijkheid is benadeeld. Volgens de HR moeten dan de bevredigingsmogelijkheden van de schuldeisers geringer zijn dan in een vergelijkbare met de situatie dat de handeling niet zou zijn verricht.¹⁰³⁸ Van Dijck somt verschillende vormen van benadeling op waarbij gekeken kan worden naar de vermogensvermindering door afname van het eigen vermogen, verstoring van de rangorde bij faillissement of bemoeilijking van het verhaal door

¹⁰³⁷ Voor Nederland geldt dit op grond van de schakelbepaling van artikel 3:59 BW.

¹⁰³⁸ HR 23 december 1949, NJ 1950, 262 (Boendermaker / Schopman)

schuldeisers.¹⁰³⁹ Verder geeft hij een opsomming van een aantal standaardgevallen van een actio pauliana, zoals een schenking, aan- of verkoop tegen een abnormale waarde, betalingen, schuldvernieuwingen, verrekening of zekerheden.¹⁰⁴⁰ Een ander vereiste voor het inroepen van een vordering op grond van de actio pauliana is dat de schuldenaar en de bevoordeelde derde weten of behoren te weten dat de betreffende rechtshandeling leidt tot benadeling. In artikel 3:46 BW is een aantal rechtsvermoedens opgenomen van de wetenschap van het concernonderdeel en de derde. Deze rechtsvermoedens gelden als een benadelende rechtshandeling is verricht binnen één jaar voor het inroepen van de actio pauliana en het concernonderdeel zich niet reeds voor de aanvang van die termijn tot de benadelende rechtshandeling had verplicht (artikel 3:46 lid 1 BW). In dit artikel staat een lijst van rechtshandelingen waarvan wordt vermoed dat het concernonderdeel en de derde wist of behoorde te weten dat een benadeling van een schuldeiser het gevolg van de rechtshandeling tussen het concernonderdeel en de derde zou zijn. Een voorbeeld is een benadelende rechtshandeling die de moeder als bestuurder is aangegaan met een concernonderdeel (artikel 3:46 lid 1 onder 5 en 6 BW). Een ander voorbeeld is een rechtshandeling ter voldoening of zekerheidsstelling van een niet opeisbare schuld (artikel 3:46 lid 1 onder 2 BW).

In het Nederlandse faillissementsrecht heeft de curator de mogelijkheid tot het inroepen van de faillissementspauliana voor rechtshandelingen die het concernonderdeel voor de faillietverklaring onverplicht heeft verricht en waarvan het concernonderdeel wist of behoorde te weten dat andere schuldeisers daardoor benadeeld zouden worden (artikel 42 lid 1 Fw). De curator kan een rechtshandeling

¹⁰³⁹ Mon. Privaatrecht (Van Dijck) 4 2008, p. 33 - 36. Zie ook Bartman, Dorresteijn en Olaerts 2016, p. 221 – 224 die uitleggen dat bij de nadere uitleg van het begrip benadeling de concernstructuur bepalend kan zijn. Het kan zijn dat bijvoorbeeld een hoofdelijke aansprakelijkheid van een concernonderdeel voor een concernschuld benadelend is voor het concernonderdeel, maar niet voor het concern als geheel. Zie ook Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/2.2.

¹⁰⁴⁰ Mon. Privaatrecht (Van Dijck) 4 2008, p. 9 -10.

namens het collectief aan schuldeisers vernietigen (artikel 42 lid 2 Fw). Het doel hiervan is om de verhaalspositie van de collectieve schuldeisers te herstellen die zijn benadeeld vanwege een onacceptabele rechtshandeling van bepaalde partijen voorafgaand aan een faillissement.¹⁰⁴¹ Een essentieel kenmerk van de faillissementspauliana is de benadeling van de verhaalsmogelijkheden van de schuldeisers. De benadeling kan plaatsvinden vanwege vermindering van het eigen vermogen van de schuldeiser (door lagere waarde activa of verhoging schulden) of wijziging in de rangorde.¹⁰⁴² Die benadeling moet aanwezig op het moment de curator zijn rechten doet gelden of moet aanwezig zijn op het moment dat een rechter in (hoger) beroep over de benadeling beslist.¹⁰⁴³ Bij de beoordeling over benadeling moet een vergelijking plaatsvinden tussen de feitelijke situatie als de gewraakte handeling onaangetast blijft en een hypothetische situatie waarin de schuldeisers zouden hebben verkeerd als de gewraakte handeling niet zou zijn verricht.¹⁰⁴⁴ Een ander element van de faillissementspauliana is de wetenschap van de partijen. Het uitgangspunt is dat een faillissement en het tekort daarin in redelijke mate van waarschijnlijkheid voor de partijen waren te voorzien en dat partijen van mogelijke daadwerkelijke benadeling behoorden te weten.¹⁰⁴⁵ Voor de

¹⁰⁴¹ Van der Weijden, *De faillissementspauliana* (O&R nr. 75) 2012/2.2. en Wibier 2021.

¹⁰⁴² De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies* (R&P nr. *InsR1*) 2010/4.2.1.3. en Van der Weijden, *De faillissementspauliana* (O&R nr. 75) 2012/4.3.

¹⁰⁴³ HR 19 oktober 2001 (ECLI:NL:HR:2001:ZC3654). Zie Van Maanen en Vranken 2021 die mijns inziens terecht betogen dat het toetsingsmoment van de vaststelling van de benadeling niet het moment van het oordeel van de rechter, maar het moment van de verklaring tot vernietiging door de curator.

¹⁰⁴⁴ HR 19 oktober 2001 (ECLI:NL:HR:2001:ZC3654). Zie ook De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies* (R&P nr. *InsR1*) 2010/4.2.1.2.4, Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/2.2, Huizink, *Insolventie* 2021/23.5. en Nieuwesteeg en Peters 2021.

¹⁰⁴⁵ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies* (R&P nr. *InsR1*) 2010/4.2.1.2.4. De Weijs geeft aan dat niet voldoende is als partijen

wetenschap van het concernonderdeel en de derde is een aantal rechtsvermoedens opgenomen voor benadelende rechtshandelingen die zijn verricht een jaar voorafgaand aan het faillissement (artikel 43 Fw). Een voorbeeld hiervan is de voldoening of een zekerheidsstelling voor een niet opeisbare schuld (artikel 43 lid 1 onder 2 Fw). De curator heeft eveneens de mogelijkheid om betaling van opeisbare vorderingen te vernietigen als de curator aantoont dat de ontvangende partij wist dat het faillissement van de schuldenaar was aangevraagd of als een overleg is geweest tussen de schuldenaar en de derde met als doel om de derde boven de andere schuldeisers te begunstigen (artikel 47 Fw).¹⁰⁴⁶ De mogelijkheden om verplichte handelingen te vernietigen zijn beperkt. De Weijs legt hierover uit dat een ruime vernietigingsmogelijkheid in strijd is met het principe dat schuldeisers hun eigen belangen moeten kunnen bewaken en dat zij erop moeten kunnen vertrouwen dat ontvangen betalingen onaantastbaar zijn.¹⁰⁴⁷

11.3.2.3 Verenigd Koninkrijk

In Engeland is de faillissementspauliana opgenomen in de Insolvency Act. De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell¹⁰⁴⁸ merken op dat het leerstuk in het VK nooit

wetenschap hebben van een kans op benadeling. Bovendien moeten partijen met een redelijke mate van waarschijnlijkheid ook een faillissement voorzien (zie hierover ook HR van 8 juli 2005, NJ 2005, 457 (Van Dooren q.q. / ABN AMRO II)). Zie ook Van der Weijden, *De faillissementspauliana (O&R nr. 75)* 2012/4.2, Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/18.2.2, Van der Weijden 2017, Pannevis 2017, Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (2)* (Wessels Insolventierecht nr. III) 2019/3109, Huizink, *Insolventie 2021/23.5*, Wibier 2019 en Wibier 2021.

¹⁰⁴⁶ Zie Mon. Privaatrecht 2 (Buchem – Spapens Pouw), 2013 (p. 49 e.v.) die aangeven dat artikel 47 Fw restrictief moet worden uitgelegd.

¹⁰⁴⁷ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies (R&P nr. InsR1)* 2010/4.2.3.1.

¹⁰⁴⁸ De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell 2012. Zie Goode en Gullifer 2017, p 226 – 227 voor een overzicht van de verschillende gronden voor vernietiging.

tot een coherent geheel is ontwikkeld en het is volgens De Weijs¹⁰⁴⁹ volgens buitenstaanders niet eenvoudig toegankelijk.

De regelingen over aantasting van rechtshandelingen zijn verspreid opgenomen in de Insolvency Act. De eerste groep aan aantastingsgronden zijn de ‘*transaction avoidance*’ of ‘*vulnerable transactions*’. Kenmerk van de verschillende gronden is dat er nauwelijks subjectieve gronden gelden, zoals wetenschap of opzet.¹⁰⁵⁰ Op grond van s. 238 Insolvency Act 1986 kan een rechter een transactie aantasten die een concernonderdeel ‘*at undervalue*’ is aangegaan. Het gaat om bepaalde giften of transacties waarvan de waarde significant lager is dan bij transactie die het concernonderdeel in de normale bedrijfsvoering zou zijn aangegaan (s. 238 (4) Insolvency Act 1986). Het moet gaan om transacties die zijn aangegaan in de periode twee jaar voorafgaand aan de ‘*onset of insolvency*’ (ss. 238 en 240 Insolvency Act 1986).¹⁰⁵¹ De rechter kan elke handeling verrichten die nodig is om te herstellen dat een concernonderdeel een benadelende transactie is aangegaan (s. 238 (3) Insolvency Act 1986). De rechter kan besluiten de benadelende handeling niet aan te tasten als een derde te goeder trouw was of als aannemelijk is dat de handeling het concernonderdeel ten goede komt (s. 238 (5) Insolvency Act 1986).

Een andere mogelijkheid voor aantasting van handelingen is bij ‘*preferences*’. Dit zijn handelingen waarbij een bepaalde schuldeiser in een betere positie komt dan in vergelijking met liquidatie (s. 239 Insolvency Act 1986). De handeling moet zijn verricht in de periode zes maanden voorafgaand aan de ‘*onset of insolvency*’ (s. 240 Insolvency Act 1986). De rechter kan elke handeling verrichten om te

¹⁰⁴⁹ Zie De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies* (R&P nr. InsR1) 2010/3.1. en Van der Weijden, *De faillissementspauliana* (O&R nr. 75) 2012/4.1.

¹⁰⁵⁰ Zie De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies* (R&P nr. InsR1) 2010/3.1.2.

¹⁰⁵¹ Zie Mon. Privaatrecht (Van Dijk) 4, p. 13 en De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012 voor een beschrijving van de verschillende landen.

zorgen dat de positie van de bevoordeelde schuldeisers wordt teruggebracht in de situatie dat geen bevoordeling heeft plaatsgevonden (s. 239 (3) Insolvency Act 1986). Bij ‘*preferences*’ moet een ‘*desire to prefer*’ zijn bewezen (s. 239 (5) Insolvency Act 1986). Hier geldt dus een subjectief element.¹⁰⁵² Daarnaast zijn disproportionele krediet transacties (‘*extortionate credit transactions*’) aan te tasten zoals bedoeld in s. 244 Insolvency Act 1986. Het gaat hier om transacties waarbij uitzonderlijk hoge betalingen moeten worden verricht (‘*grossly exorbitant payments*’ of als op grove wijze in strijd met ‘*fair dealings*’ wordt gehandeld. Voor ‘*floating charges*’ gelden afzonderlijke regels, zoals opgenomen in s. 245 Insolvency Act 1986. De ‘*floating charge*’ kan worden vernietigd als deze is aangegaan binnen twaalf maanden voorafgaand aan een faillissement en er geen nieuw krediet tegenover staat. Een uitzondering op de aantastingsgrond is als de zekerheid wordt gevestigd voor bijvoorbeeld herfinanciering en de zekerheidsnemer niet aan de onderneming is verbonden (s. 245 (2) Insolvency Act 1986).¹⁰⁵³ Op grond van ss. 423 en 424 Insolvency Act 1986 kunnen de curatoren en andere schuldeisers verder als ‘*victim of the transaction*’ transacties aanvechten die ‘*at undervalue*’ of tegen een significant lagere waarde zijn aangegaan (s. 423 Insolvency Act 1986). Volgens De Weijs geeft deze aantastingsgrond uitwerking aan het principe dat een handeling met als doel anderen te benadelen niet gerespecteerd hoeft te worden, ongeacht de financiële toestand van de onderneming.¹⁰⁵⁴

In s. 213 Insolvency Act 1986 is de regeling van de ‘*fraudulent trading*’ opgenomen. Deze regeling gaat op als bijvoorbeeld een concernonderdeel ‘*in the*

¹⁰⁵² Zie Wood 2007-b, p. 466, De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsRI) 2010/3.2.2*, De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012 en Goode en Gullifer 2017, p 226 – 227.

¹⁰⁵³ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsRI) 2010/3.2.4*. en De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012, p. 6.

¹⁰⁵⁴ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsRI) 2010/3.2.5.1*. en De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012, p. 6.

course of winding up’ een transactie aangaat ‘*with the intent*’ om andere schuldeisers te benadelen (‘*to defraud creditors*’). Dit moment gaat in als een concernonderdeel redelijkerwijs voorziet dat schuldeisers bij het aangaan van de transactie hun geld niet terugkrijgen.¹⁰⁵⁵ Een concernonderdeel is insolvent als de activa onvoldoende zijn om de schulden te betalen en aan alle verplichtingen te voldoen (s. 214 (6) Insolvency Act 1986). De rechter kan verklaren dat bepaalde personen die bij de transactie betrokken waren aansprakelijk zijn en een bijdrage moeten leveren aan de failliete boedel (s. 213 (2) Insolvency Act 1986). Een andere mogelijkheid is de regeling van de ‘*wrongful trading*’ zoals opgenomen in s. 214 van de Insolvency Act 1986. Op grond van deze regeling kan een rechter een bestuurder aansprakelijk stellen voor een transactie die is aangegaan op het moment dat het concernonderdeel insolvent is geworden of als de bestuurder wist of had moeten weten dat het concernonderdeel insolvent zou gaan worden (s. 214 (2) Insolvency Act 1986). Deze regeling gaat op voor alle transacties vanaf het moment dat een concernonderdeel op enig moment voorafgaand aan faillissement wist of behoorde te weten dat het aangaan van extra schulden dat leidt tot een verslechtering van de positie van bestaande schuldeisers. Een rechter kan daarbij wel rekening houden met bepaalde ‘*appropriate actions*’ die bestuurders hebben genomen¹⁰⁵⁶ en de stappen die een bestuurder heeft gezet om het verlies voor schuldeisers te minimaliseren (s. 214 (3) Insolvency Act 1986). Het uitgangspunt is het inzicht van een ‘*reasonably dilligent person*’ die een algemene kennis en ervaring heeft als een vergelijkbare bestuurder waarbij de rechter rekening kan houden met de specifieke kennis en ervaring van de bestuurder (s. 214 (4) Insolvency Act 1986).

¹⁰⁵⁵ Gower en Davies 2012, 227 – 230.

¹⁰⁵⁶ Gower en Davies 2012, 230 – 237.

11.3.2.4 Verenigde Staten

In de faillissementswetgeving van de VS staat in §547 Bankruptcy Code dat de *'trustee may avoid any transfer of an interest of the debtor in property'* bij rechtshandelingen ten gunste aan het concernonderdeel en de rechtshandeling betrekking heeft op bestaande schulden of voorafgaand of tijdens een faillissement zijn aangegaan. De rechtshandeling moet zijn verricht 90 dagen voorafgaand aan het indienen van het verzoek tot faillietverklaring. Deze termijn wordt opgerekt tot een jaar voorafgaand aan een faillissement als de schuldeiser waar het concernonderdeel de rechtshandeling mee aan is gegaan een *'insider'* is. Een andere eis is dat een schuldeiser bij een betreffende rechtshandeling meer had moeten ontvangen dan bij een liquidatie van de onderneming, een situatie waarbij de rechtshandeling niet was verricht of als de betaling aan de schuldeiser hoger is dan op grond de aanspraak van deze schuldeiser. Een *'trustee'* kan de rechtshandeling niet aanvechten als de handeling is bedoeld voor *'new value'* waarbij het in geen geval mag gaan om een rechtshandeling ten gunste van bestaande schulden. Het is bij deze regeling niet nodig om de intenties van een concernonderdeel te bewijzen.¹⁰⁵⁷ Een andere mogelijkheid om een transactie aan te vechten is bij *'fraudulent transfers or obligations'* zoals geregeld in § 548 Bankruptcy Code. De *'trustee'* kan een rechtshandeling aanvechten als het concernonderdeel handelt *'with actual intent to hinder, delay, or defraud any entity to which the debtor was or became'*. De betreffende rechtshandeling moet zijn verricht binnen twee jaar voorafgaand aan het indienen van het verzoek tot de verklaring van het faillissement. Een andere mogelijkheid om de rechtshandeling

¹⁰⁵⁷ ABI-report 2014, p. 148 – 151. De ABI heeft het over *'strong frustrations'* bij sommige schuldeisers, omdat de vorderingen van schuldeisers niet altijd serieus worden genomen. Volgens de ABI is het bij een eventuele aanpassing van de Bankruptcy Code wel nodig om te codificeren dat de *'trustee'* of een *'debtor in possession'* in redelijkheid de vordering van schuldeisers op grond van dit artikel moet beoordelen.

aan te vechten is als het concernonderdeel minder voor de tegenprestatie heeft ontvangen dan redelijkerwijs te verwachten bij een dergelijke rechtshandeling. Een voorwaarde is dat i) het concernonderdeel op het moment van de rechtshandeling insolvent was, ii) na het betalen van de tegenprestatie een onredelijk vermogen bij het concernonderdeel overbleef, iii) het concernonderdeel de tegenprestatie eigenlijk niet kon betalen of iv) met een ‘insider’ was verricht en de handeling niet binnen de normale bedrijfsvoering was (§ 548 Bankruptcy Code).

11.3.3 De (faillissements)pauliana in concernverband

11.3.3.1 Mogelijkheden van benadeling binnen een concern

De moeder verkeert in een bijzondere positie als aandeelhouder en bestuurder van een concernonderdeel en heeft de volledige zeggenschap over de concernonderdelen. De moeder heeft een eigen financieel belang en kan vanuit haar positie de concurrente schuldeisers van de concernonderdelen benadelen, bijvoorbeeld door te zorgen dat de concernonderdelen de vorderingen op elkaar of de moeder eerder betalen dan de vordering van de concurrente schuldeisers. Ook kan de moeder de bank eerder betalen om zo te voorkomen dat de bank haar aanspreekt vanwege een mogelijke garantie die de moeder heeft afgegeven. Het instrument van de (faillissements)pauliana kan een manier voor de schuldeisers zijn om, mede in de aanloop naar een faillissement van een concernonderdeel, dergelijke benadelende handelingen aan te tasten. Dit onderdeel van het rechtsgebied geeft de grenzen weer van de mogelijkheden van de concernonderdelen om als zelfstandige rechtssubjecten onderling rechtshandelingen te verrichten. Voor een aantal onderdelen van de pauliana kunnen in de rechtsordering van de landen bepaalde bewijsvermoedens gelden. Zo zal snel duidelijk zijn dat de moeder of de concernonderdelen wetenschap hebben dat een concernonderdeel in financiële moeilijkheden verkeert of dat een bepaalde handeling tot benadeling van de schuldeisers leidt. In het Nederlandse recht geldt

bijvoorbeeld een rechtsvermoeden van wetenschap van benadeling bij onverplichte rechtshandelingen tussen een concernonderdeel met de moeder of tussen concernonderdelen onderling als de rechtshandeling is verricht binnen een jaar voor de faillietverklaring en het concernonderdeel (als schuldeiser) zich niet voor de aanvang van die termijn tot de rechtshandeling had verplicht (artikel 43 Fw).

Benadeling bij intra-groeptransacties

Het risico op benadeling bij een concern kan ontstaan doordat de concernonderdelen onderling of in hun relatie met de moeder rechtshandelingen verrichten en contractuele verplichtingen met elkaar aangaan. De concernonderdelen worden schuldeisers van elkaar. De contractuele rechtsverhoudingen kunnen ontstaan doordat de concernonderdelen of de moeder onderling bepaalde diensten aanbieden. Zo kan de moeder een IT-systeem hebben ontwikkeld dat concernbreed ingezet kan worden. De moeder kan hiervoor kosten bij de concernonderdelen in rekening brengen. Een ander voorbeeld is een concernonderdeel dat bepaalde activa aan een ander concernonderdeel levert of verhuurt. Vanuit de positie van een buitenstaande schuldeiser van een concernonderdeel zijn de concernonderdelen of de moeder concurrente schuldeisers met een vergelijkbare verhaalspositie als die schuldeiser. Die schuldeiser weet dat de concernonderdelen nauw met elkaar zijn verweven en er een verhoogd risico op opportunistisch handelen binnen het concern is. De moeder kan andere schuldeisers bijvoorbeeld benadelen door te zorgen dat de concernonderdelen relatief hoge kosten aan elkaar doorberekenen. Hierdoor kunnen onderling concernvorderingen ontstaan die hoger zijn dan de onderliggende economische waarde van de geleverde prestatie. Een voorbeeld is een concernonderdeel dat voor een zeer hoge huurprijs bepaalde activa aan een ander concernonderdeel beschikbaar stelt. De moeder heeft invloed op die beprijzing binnen het concern en kan zo zorgen voor relatief hoge intra-groepvorderingen. De benadeling ontstaat doordat de concernonderdelen geen

marktconforme prijzen hanteren of vanwege een te hoge toerekening van de kosten van de moeder.¹⁰⁵⁸ Dergelijke vormen van benadeling zijn te voorkomen door als de voorwaarde in het recht op te nemen dat rechtsverhoudingen tussen de concernonderdelen alleen tegen marktconforme prijzen plaats mogen vinden.¹⁰⁵⁹ Dit staat bekend als het ‘*arm’s length principle*’ of het zakelijkheidsbeginsel. Dit beginsel komt uit het internationale belastingrecht waar het wordt gebruikt om te bepalen hoe de moeder de kostenverrekening tussen concernonderdelen moet hanteren. Het principe kwam tevens terug in mijn bespreking over de verschillende onderzoeken van de Europese Commissie naar de belastingconstructies van internationale concerns (hoofdstuk 7). Het principe is uitgewerkt in de leidraad van de OECD over vorderingen in een concern en staat in artikel 9 van de OECD Model tax convention.¹⁰⁶⁰ Het komt er kort gezegd op neer dat de rechtshandelingen tussen twee rechtspersonen binnen een concern (als ‘*associated enterprises*’) moeten worden vergeleken met rechtshandelingen van twee onafhankelijk opererende ondernemingen (‘*independent enterprise*’). In de OECD-leidraden staat in detail beschreven hoe onderlinge vorderingen tussen concernonderdelen moeten worden gewaardeerd. Deze regelgeving geldt uiteraard alleen voor fiscale transacties en niet per se voor civiele rechtsverhoudingen tussen rechtspersonen. Ik noem de fiscale maatregelen hier omdat het marktconforme handelen binnen een concern een indicatie zouden kan zijn dat de concernonderdelen of de moeder geen voordeel hebben van de rechtshandelingen binnen de groep.

¹⁰⁵⁸ Wessels, Gevolgen van faillietverklaring (2) (Wessels Insolventierecht nr. III) 2019/3032 en Bartman & Dorresteyn/Olaerts, *Van het concern* 2020/7.15.

¹⁰⁵⁹ Zie over marktconformiteit ook De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/4.2.1.4.2. Hij geeft aan dat bij marktconformiteit niet automatisch betekent dat de collectieve schuldeisers niet zijn benadeeld.

¹⁰⁶⁰ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/1.4.3.

Financieringstransacties binnen het concern

Dan de financiering door de moeder. De moeder kan op verschillende manieren zorgen voor financiering van de concernonderdelen. Hierbij heeft de moeder een keuze in welke vorm zij de financiering beschikbaar stelt. De moeder kan de concernonderdelen risicokapitaal verstrekken door als aandeelhouder extra aandelenkapitaal te storten. De moeder heeft als aandeelhouder een achtergestelde positie. Een andere optie is dat de moeder een leningovereenkomst met het concernonderdeel aangaat. Een gevolg is dat de moeder een vergelijkbare concurrente verhaalspositie krijgt als elke andere schuldeiser. Door een keuze in de financieringsvorm verbetert de moeder haar verhaalspositie in vergelijking met een wijze van financiering met aandelenkapitaal. De keuze van de moeder betekent dat een schuldeiser te maken heeft met een extra concurrente schuldeiser die zij niet zouden hebben als de moeder aandelenkapitaal beschikbaar zou hebben gesteld. De moeder kan haar verhaalspositie verder verbeteren door te zorgen dat het concernonderdeel een zekerheidsrecht vestigt. Een andere vorm van benadeling kan ontstaan bij indirecte financiering van de concernonderdelen via garanties door de moeder. De moeder kan ervoor zorgen dat een bank een lening aan het concernonderdeel verstrekt waarbij de moeder garant kan gaan staan voor terugbetaling van de lening. Als de bank de moeder aanspreekt dan krijgt de moeder via haar regresrecht een concurrente vordering op het concernonderdeel. Bij een dergelijke garantie bestaat de kans op benadeling. De moeder kan een prikkel hebben te zorgen dat het concernonderdeel eerst de bank betaalt en pas daarna de andere schuldeisers. Op deze manier kan de moeder voorkomen dat de bank haar aanspreekt.

De vraag is in hoeverre deze vorm van benadeling is aan te tasten met een faillissementspauliana.¹⁰⁶¹ In sommige landen, zoals in Duitsland, is ervoor gekozen rechtsvorderingen van de moeder van rechtswege achter te stellen op de

¹⁰⁶¹ Zie hierover ook De Weijs en Baltjes 2018.

vorderingen van de andere schuldeisers (§ 135 Inso.). Voor die achterstelling kunnen goede redenen zijn, bijvoorbeeld om zo elk risico op opportunistisch handelen door de moeder te voorkomen en elke vorm van benadeling door de moeder tegen te gaan. In Nederland geldt niet een dergelijke achterstelling. Een reden kan zijn om toch te zorgen dat de moeder bereid blijft concernonderdelen te financieren. De verschillende argumenten en de afweging van de voor- en nadelen van achterstelling van financiering door de moeder beschrijf ik in meer detail in hoofdstuk 13.

11.3.3.2 De faillissementspauliana bij herstructurering

In hoofdstuk 9.3.4.5. ben ik ingegaan op noodzakelijke financiering bij herstructurering. De moeder kan bij financiële problemen van een concernonderdeel als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ overgaan tot herstructurering. Voor een succesvolle herstructurering kan het nodig zijn dat partijen nieuwe financiering in gaan brengen. De moeder kan hierover onderhandelen met de bank of kan zelf financiering inbrengen. Deze financiering staat bekend als ‘*DIP-financing*’. De financier, zoals een bank, zal mogelijk zekerheden eisen. Een bank stelt immers geld beschikbaar aan een concernonderdeel dat in financiële moeilijkheden verkeert. Dat is een risicovolle financiering waarvoor de bank haar risico’s zoveel mogelijk wil beperken, bijvoorbeeld met zekerheden. De bank kan die zekerheden eisen voor nieuwe of zelfs bestaande financiering. Dit laatste is voor de bank een extra prikkel om toch te financieren, omdat zij haar bestaande positie kan verbeteren. Voor een bank is tevens belangrijk dat zij geen risico loopt dat een curator de nieuwe financiering en de gestelde zekerheden aantast met een beroep op de faillissementspauliana. In hoofdstuk 9 is besproken dat uit de Richtlijn herstructurering volgt dat de lidstaten nieuwe financiering zoveel als mogelijk moeten beschermen. In dat hoofdstuk is ook aangegeven dat het aan de lidstaten is te bepalen in welke mate zekerheden mogelijk zijn. Voor de zekerheden bij ‘*DIP-financing*’ kunnen dus verschillen in recht bestaan.

De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell¹⁰⁶² hebben die verschillen in recht tussen Nederland, Duitsland en het VK bij financiering van herstructurering onderzocht. Hun uitgangspunt was de positie van een bank die zekerheden wil vestigen voor bestaande respectievelijk nieuwe financiering bij herstructurering. Volgens hen is het Nederlandse recht relatief bank-vriendelijk als het gaat om zekerheden voor bestaande financiering. Als een bank in de Algemene Bankvoorwaarden heeft afgesproken dat een concernonderdeel op verzoek van de bank mee moet werken aan het vestigen van zekerheden dan is dit een bestaande contractuele verplichting. Een dergelijke verplichting is in het Nederlandse recht nauwelijks aan te tasten. De curator moet bewijzen dat de bank wist dat het faillissement was aangevraagd of dat er overleg is geweest tussen het concernonderdeel en de bank met als doel de bank boven de andere schuldeisers van het concernonderdeel te begunstigen (artikel 47 Fw).¹⁰⁶³ In Duitsland zal een rechter dergelijke zekerheden voor bestaande financiering vrij snel als benadelende rechtshandelingen zien waarbij er verschillende mogelijkheden tot vernietiging zijn (§§ 130 – 133 Insolvenzordnung). In het Engelse recht zijn de mogelijkheden tot vernietiging volgens De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell moeilijker te duiden, omdat dit mede afhangt van het soort zekerheid dat is gevestigd. Voor ‘floating charges’ geldt bijvoorbeeld een afzonderlijk regime. Deze zekerheid kan in de aanloop van financiële moeilijkheden in principe alleen voor nieuwe financiering worden gevestigd zoals bepaald in s. 245 Insolvency Act 1986.

¹⁰⁶² De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell 2012. Hun onderzoek vond plaats voorafgaand aan de implementatie van de Richtlijn (EU) 2019/1023 waarin minimum voorwaarden staan voor het beschermen van nieuwe financiering bij herstructurering. Zie ook De Weijs en Baltjes 2018.

¹⁰⁶³ Zie ook Jonkers in De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.3.1. die aangeeft dat het onderscheid tussen verplichte en onverplichte handelingen in het Nederlandse recht vooral leidt tot het risico op opportunistisch handelen door bijvoorbeeld een bank die haar eigen positie kan verbeteren door het stellen van extra zekerheden bij financiële moeilijkheden.

Het vestigen van zekerheidsrechten voor nieuwe financiering bij herstructurering is volgens De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell in het Engelse recht niet snel vanwege benadeling te vernietigen. Het Duitse recht is strenger. Hier geldt als eis is dat er een voldoende realistisch herstructureringsplan moet zijn en dat de afgesproken prestaties over en weer gelijkwaardig zijn (§§ 133 en 142 Insolvenzordnung). In het Nederlandse recht valt het vraagstuk over mogelijke benadeling bij zekerheden voor financiering bij herstructurering onder artikel 42 Fw. De zekerheden voor nieuwe financiering bij herstructurering zijn onverplicht. De bank heeft geen contractuele verplichting om bij herstructurering nieuwe financiering beschikbaar te stellen. De vraag is vervolgens in welke mate de collectieve schuldeisers zijn benadeeld en of de bank en de concernonderdeel wetenschap hadden van een mogelijk faillissement en benadeling. In 2005 heeft de HR bepaald dat extra zekerheden voor nieuwe financiering bij herstructurering een nadeel voor de collectieve schuldeisers met zich mee kan brengen als de bank de zekerheden in gaat roepen als is gebleken dat de herstructurering is mislukt.¹⁰⁶⁴ De concurrente schuldeisers hebben te maken met de bank als schuldeiser die voor de nieuwe financiering een bevoorrechte positie heeft. De curator moet bewijzen dat een faillissement voor de bank in redelijke mate te voorzien was geweest. Van een bank mag daarbij worden verwacht dat deze voldoende onderzoek heeft verricht voordat deze financiering beschikbaar stelt. Een bank zal dus vrij snel op de hoogte

¹⁰⁶⁴ HR van 8 juli 2005, NJ 2005, 457 (Van Dooren q.q. / ABN AMRO II). De HR gaat in tegen de beslissing van het Hof. Het standpunt van het Hof was dat de bank juist door het verstrekken van extra krediet ervoor zorgt dat de schulden van andere schuldeisers kunnen worden betaald er dus geen sprake kan zijn van benadeling. In r.o. 3.6. benadrukt de HR echter dat de totale bestaande schuldenlast niet wijzigt. De schuld van de bank vervangt de schuld van de betaalde schuldeisers. Het verschil is alleen dat de bank een voorrangpositie krijgt. Voor een bevestiging van het standpunt zie HR van 7 april 2017 (ECLI:NL:HR:2017:635). Zie ook De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies* (R&P nr. InsRI) 2010/4.2.1.4.4, Hekman en Koning Gans 2012, Van der Weijden, *De faillissementspauliana* (O&R nr. 75) 2012/5.3.2.4.4.5. en De Weijs, Verweij, Bärentz en Connell 2012 en Van der Weijden 2017.

zijn van een mogelijk aankomend faillissement.¹⁰⁶⁵ Met de inwerkingtreding van de WHOA kunnen banken bij herstructurering onder voorwaarden zekerheden vestigen (artikel 42a Fw). De financiering met zekerheden moet zijn verstrekt nadat de openingsverklaring voor de herstructurering bij de rechtbank is gedeponneerd of nadat een herstructureringsdeskundige is aangesteld. De rechter kan op verzoek van de schuldenaar een machtiging afgeven voor het aangaan van die nieuwe financiering. De rechter keurt het verzoek goed als is gebleken dat de financiering noodzakelijk is om tijdens de voorbereiding van een akkoord de onderneming voort te kunnen blijven zetten en als redelijkerwijs valt te verwachten dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers bij de financiering zijn gediend en individuele schuldeisers niet wezenlijk in hun belangen worden geschaad.¹⁰⁶⁶ In het uiteindelijk akkoord kan onderbouwd komen te staan in hoeverre voor de uitvoering van dat akkoord nieuwe financiering nodig is (artikel 375 lid 1 onder 1 Fw). Als de rechter van oordeel is dat door de nieuwe financiering de belangen van de gezamenlijke schuldeisers wezenlijk worden geschaad kan de rechter het akkoord afwijzen (artikel 384 lid 2 onder f Fw).

¹⁰⁶⁵ Zie Van der Weijden, *De faillissementspauliana* (O&R nr. 75) 2012/5.3.2.4.4.5, die aangeeft dat de HR beter had kunnen aansluiten bij de benadering uit het Duitse recht waarbij een bank vooral de haalbaarheid van een herstructureringsplan moet beoordelen. Zie ook Van der Weijden, *De faillissementspauliana* (O&R nr. 75) 2012/5.3.2.4.4.5, Van der Weijden 2017 en Van der Weijden 2020 die betoogt dat de norm die de HR over wetenschap hanteert niet te streng is, omdat de mate van voorzienbaarheid afhangt van de concrete situatie. Voor invulling van deze norm is maatwerk mogelijk. Zie Pannevis 2017 die pleit voor een rationele benadering waarbij de verhaalsverwachtingen het uitgangspunt moeten zijn. Zie Wibier 2019 en Wibier 2020 waarin hij aangeeft dat de huidige norm voldoende ruimte biedt voor financiers om tot herstructurering over te gaan mits de financiers bijvoorbeeld de kansrijkheid van de herstructureringsplannen door onafhankelijke experts hebben laten beoordelen.

¹⁰⁶⁶ Zie De Weijs en Baltjes 2018, Verstijnen 2020 of Van der Drift en Durlinger 2020.

11.3.3.3 Toepasselijk recht van de actio pauliana en uniformering

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?

De regeling van de (faillissements)pauliana kan op onderdelen per land verschillen, zoals hierboven is beschreven. Die verschillen kunnen ontstaan door bijvoorbeeld bij benadeling bij intra-groeptransacties, eventuele automatische achterstelling van de vordering van de moeder of bij het stellen van zekerheidsrechten bij herstructurering. Een leverancier die een contract is aangegaan met een concernonderdeel kan te maken krijgen met een benadelende rechtshandeling van het concernonderdeel. Als controlerecht zou deze leverancier een benadelende rechtshandeling met een beroep op de actio pauliana willen vernietigen of een curator van een failliet concernonderdeel zou de faillissementspauliana in willen zetten. Als het concernonderdeel in een ander land is gevestigd dan heeft de leverancier of de curator te maken met een verschil in recht en is de vraag onder welk toepasselijk recht het instrument is in te zetten. Als het toepasselijke recht in voldoende mate is te voorzien dan kunnen de betrokken partijen hier vooraf rekening mee houden. Er zijn weliswaar transactiekosten vanwege een verschil in recht, maar deze kosten zijn te voorzien. Hier bespreek ik de wijze waarop het toepasselijke recht moet worden bepaald voor de regeling uit het burgerlijke recht en daarna van de faillissementspauliana. Vervolgens maak ik voor elke van de genoemde onderwerpen een aantal opmerkingen over de wenselijkheid van uniformering.

Toepasselijke recht actio pauliana

Om het toepasselijke recht te kunnen bepalen is het nodig duidelijk te krijgen wat de juridische kwalificatie van de actio pauliana is. Als de actio pauliana als een actie verbonden is met verbintenissen die voortvloeien uit een overeenkomst dan gelden de verwijzingsregels uit Rome-I verordening. Als de actie is verbonden met een verbintenis uit een onrechtmatige daad dan moeten partijen kijken naar de Rome-II verordening en als de actio pauliana een actie in het zakelijke recht is dan zou de situs-regel gelden. In een aantal uitspraken van het HvJ is de juridische kwalificatie van een actio pauliana aan de orde geweest. Deze zaken gingen niet primair over het toepasselijke recht, maar over de vraag in welke lidstaat de rechter bevoegd was zoals bepaald in de EEX-verordening. De hoofdregel is dat de woonplaats van de verweerder bepalend is het vaststellen welke rechter bevoegd is (artikel 4 EEX-verordening). Daarnaast zijn er alternatieve bevoegdheidsgronden zoals de plaats waar de overeenkomst moet worden uitgevoerd of de plaats waar het schade brengende feit zich heeft voorgedaan of zal voordoen (artikel 7 EEX-verordening). Om na te gaan of een alternatieve bevoegdheid mogelijk was moest de rechter de actio pauliana juridisch duiden. Het HvJ heeft in de twee *Reichert*-zaken geconcludeerd dat de actio pauliana geen actie is die verbonden is aan het zakelijk recht en ook geen actie die voortvloeit uit een onrechtmatige daad.¹⁰⁶⁷ In de zaak *Feniks* kwam de vraag naar voren of de actio pauliana gekoppeld is aan een verbintenis die voortvloeit uit een overeenkomst.

¹⁰⁶⁷ Zie de HvJ van 10 januari 1990, zaak C-115/88 (*Reichert I*) en HvJ van 26 maart 1992, zaak C-261/90 (*Reichert II*). Voor een bespreking van deze zaken zie Van Asperen 2019. Zie ook De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsRI)* 2010/5.2. die over de faillissementspauliana aangeeft dat dit niet zozeer karakteriseert als een onrechtmatige daad, maar dat het een rechtsfiguur *sui generis* is met een goederenrechtelijk effect. De reden hiervoor is volgens De Weijs dat de faillissementspauliana vooral is te beschouwen als een regeling om de vrije beschikkingsbevoegdheid van een schuldenaar in te perken. Zie Nieuwesteeg en Peters 2021 die de faillissementspauliana beschrijven in het licht van de onrechtmatige daad.

Deze zaak draaide om een Poolse investeerder Feniks die hoofdelijk aansprakelijk was voor betaling van de schulden van de Poolse onderneming Coliseum. Deze laatstgenoemde onderneming had een stuk perceel grond in Polen verkocht aan een Spaanse onderneming Azteca. Feniks wilde deze transactie vernietigen en wilde verhaal kunnen halen op de grond het Poolse recht. De Europese rechter moest zich uitlaten over de vraag of de Poolse rechter via de alternatieve bevoegdheidsgrond zich over de zaak uit kon laten. De Adv. Gen. Bobek kwam tot de conclusie dat de actio pauliana niet was gekoppeld aan een overeenkomst was, maar dat het instrument *sui generis* was.¹⁰⁶⁸ Het HvJ¹⁰⁶⁹ is hier niet in meegegaan en vond dat de vordering in deze zaak was aangetekend ‘*ten aanzien van verbintenissen uit overeenkomst*’, zoals benoemd in art. 7 lid 1 onder a EEX-verordening. Volgens het HvJ was de overeenkomst in Polen uitgevoerd en dat de Poolse rechter dus mede bevoegd was. Deze uitspraak betekent nog niet per se dat de actio pauliana in alle gevallen is gekoppeld aan een ‘*verbintenis uit overeenkomst*’ is, zoals bepaald in artikel 1 lid 1 Rome – I verordening.¹⁰⁷⁰ De zaak ging immers over de bevoegdheid van de rechter zoals bepaald in de EEX-verordening. Als een actio-pauliana wel in alle gevallen een ‘*verbintenis uit overeenkomst*’ dan zouden de verwijzingsregels uit de Rome – I verordening gelden en zou het toepasselijke recht bepaald kunnen worden door de rechtskeuze van de partijen. Als de actio pauliana bij het bepalen van de het toepasselijke recht het karakter heeft van een *sui generis* dan moeten partijen terugvallen op het internationale privaatrecht van een land. In het Duitse internationale privaatrecht staat bijvoorbeeld dat de actio pauliana wordt beheerst door het recht ‘*dem die Wirkungen der Rechtshandlung unterliegen*’ (§19 Anfechtungsgesetz). Het recht dat van toepassing is op de benadelende rechtshandeling van de schuldenaar is

¹⁰⁶⁸ Conclusie van de Adv. Gen. Bobek van 21 juni 2018, zaak C – 337/17 (Feniks). Zie over deze zaak ook Van Asperen 2019, Bil 2019, Michiels 2019 en Van Hoek 2020.

¹⁰⁶⁹ Zie de uitspraak van het HvJ van 4 oktober 2018, zaak C-337/17 (Feniks).

¹⁰⁷⁰ Zie ook Van Asperen 2019 en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/397.

leidend. In Nederland heeft de Rechtbank Noord-Nederland in 2016¹⁰⁷¹ nog aangegeven dat het vraagstuk over het toepasselijke recht in de tijd van die uitspraak nog niet was beslecht. Volgens de rechtbank gaat het bij de actio pauliana om de vraag of een (benadelende – PVA) rechtshandeling moet worden vernietigd. De kern van de actio pauliana is steeds gericht op het aantasten van de benadelende rechtshandeling door het concernonderdeel. Het lijkt mij daarom dat het toepasselijke recht voor de actio pauliana bij de kern van de regeling aan moet sluiten. Dit betekent dat het toepasselijke recht voor de vordering op grond van de actio pauliana moet volgen uit het recht dat de benadelende rechtshandeling beheerst.¹⁰⁷² Als dus een concernonderdeel in Nederland of Duitsland een benadelende rechtshandeling verricht dan is het recht van toepassing dat die rechtshandeling beheerst. Als de benadelende handeling een schenking is dan wordt het toepasselijke recht bepaald door het recht dat op die schenking van toepassing is. Als dit het Nederlandse recht is kan de bevoegde rechter op grond van het Nederlandse recht nagaan in hoeverre het concernonderdeel en de derde wetenschap van de benadeling hebben gehad en wat de rechtsgevolgen zijn. Als de benadelende handeling voortvloeit uit een overeenkomst tussen twee concernonderdelen dan bepaalt het toepasselijke recht dat de overeenkomst beheerst het toepasselijke recht van de actio pauliana. In dat geval kan het toepasselijke recht mede afhangen van de rechtskeuze die de concernonderdelen hebben gemaakt.

In de literatuur is wel gewezen op de onduidelijkheden die het HvJ heeft gecreëerd met zijn uitspraak in de Feniks-zaak. Van Hoek¹⁰⁷³ komt bijvoorbeeld tot de conclusie dat uit Europese rechtspraak niet duidelijk is hoe het toepasselijke

¹⁰⁷¹ Zie Rechtbank Noord-Nederland 8 december 2016 (ECLI:NL:RBNNE:2016:5613), r.o. 4.16.

¹⁰⁷² Zie Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/397 en Van Asperen 2019.

¹⁰⁷³ Van Hoek 2020. Zij heeft een overzicht gegeven van de brede kritiek op de Feniks-uitspraak van het HvJ.

recht moet worden bepaald. Bil¹⁰⁷⁴ betoogt dat het toepasselijke recht afgeleid kan worden uit het verwijzingsrecht van de lidstaten, de Rome – I verordening of de Rome – II verordening. Hij geeft terecht aan dat dit betekent dat het toepasselijke recht voor een leverancier niet voorzienbaar is. Een leverancier kan niet vooraf met het toepasselijke recht rekening houden. Een manier om deze onzekerheid weg te nemen is met een uniforme verwijzingsregeling. Een optie hier kan zijn om het toepasselijke recht aan te laten sluiten bij de verwijzingsregel uit het faillissementsrecht (zie hoofdstuk 9). In dat geval zou het recht van toepassing zijn waar het CVVB van het concernonderdeel is gelegen. Dit sluit tevens aan bij de wijze waarop het toepasselijke recht dat geldt bij internationale cessies over zekerheden op vorderingen in internationaal verband (zie hoofdstuk 12). Dat betekent wel dat het toepasselijke recht niet meer wordt bepaald door de kern van de regeling, te weten de benadelende rechtshandeling. Asser/Kramer & Verhagen¹⁰⁷⁵ geven aan de voorkeur te hebben voor de *lex causae* tot aan het moment van faillissement waarbij de *lex concursus* gaat gelden. Op deze manier blijft het toepasselijke recht aansluiten bij de kern van de regeling.

Uniformering

Een andere mogelijkheid om de transactiekosten vanwege een verschil in recht weg te nemen is met een uniforme Europese regeling voor de actio pauliana. Het doel van de regeling komt in elke lidstaat steeds op hetzelfde neer, te weten het aantasten van een benadelende rechtshandeling. Het is aan elke lidstaat een keuze te maken in de opzet van de regeling en om een afweging te maken tussen de belangen van de benadeelde schuldeiser, het concernonderdeel die de benadelende rechtshandeling verricht en de derde. Elke lidstaat kan het belang van elk van deze partijen op een andere wijze wegen. Als een lidstaat het belang van de benadeelde schuldeiser zwaarder weegt dan kan die lidstaat kiezen voor een minder zware

¹⁰⁷⁴ Bil 2019.

¹⁰⁷⁵ Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/397.

bewijslast voor de benadeelde schuldeiser. De nadruk ligt in die rechtsordering op objectieve criteria binnen de regeling van de actio pauliana, zoals het bewijzen van benadeling. Als een lidstaat het belang van een concernonderdeel of een derde relatief zwaar weegt dan kan een lidstaat kiezen in hun wetgeving op te nemen dat de actio pauliana alleen mogelijk is als is bewezen dat de schuldenaar en de derde verwijtbaar of met wetenschap hebben gehandeld (subjectieve criteria). Het verschil in wetgeving tussen de lidstaten kan in dit kader worden verklaard door een verschil in weging van het belang van objectieve en subjectieve criteria. Het is in eerste instantie aan een lidstaat om deze afweging van belangen te maken.

Als de Europese Commissie een voorstel voor een uniforme regeling wil uitwerken dan moet de Europese Commissie een keuze maken tussen een regeling die meer nadruk legt op de objectieve criteria of een regeling die uitgaat van subjectieve criteria. Als de Europese Commissie kiest voor een minder zware bewijslast voor de benadeelde schuldeiser (nadruk op objectieve criteria) dan is dat in het nadeel voor het concernonderdeel die de benadelende rechtshandeling verricht en de derde. Als de Europese Commissie kiest voor bewijs van verwijtbaar handelen (subjectieve criteria) dan is dat weer in het nadeel van de benadeelde schuldeiser. Om toch tot een uniforme regeling voor de actio pauliana te komen kan de Europese Commissie vaststellen welke objectieve of subjectieve criteria de meerderheid van de lidstaten voor bijvoorbeeld de actio pauliana hanteert. De criteria van de meerderheid van de lidstaten kunnen de basis zijn voor een uniforme regeling voor een actio pauliana. Dit brengt uiteraard mee dat de minderheid van de lidstaten hun regeling moet aanpassen en voor die aanpassing transactiekosten moet maken. Verder kan dit voor partijen betekenen dat deze minder goed beschermd zijn, bijvoorbeeld als uit de uniforme regeling volgt dat een lidstaat minder zware eisen aan verwijtbaarheid kan stellen. De benadeelde schuldeiser heeft een voordeel, omdat deze een minder zware bewijslast heeft. Dit gaat ten koste van een derde die een (benadelende) rechtshandeling met het concernonderdeel aangaat, omdat deze een groter risico loopt dat een schuldeiser de (benadelende) rechtshandeling aantast. In die lidstaten die hun regeling moeten

aanpassen vindt dus een verschuiving van transactiekosten plaats. De nadelen van de lidstaten die hun regeling moeten aanpassen lijken mij echter lager dan het voordeel van het wegvallen van alle transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving. Zolang de Europese wetgever niet voor een uniforme regeling voor een actio pauliana kiest zal de EU de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving moeten accepteren.

11.3.3.4 Toepasselijk recht faillissementspauliana en uniformering

Voor een eventuele aantasting bij van een benadelende rechtshandeling bij faillissement of herstructurering geldt dat een dergelijke vordering nauw is verbonden met een insolventieprocedure en om die reden binnen de reikwijdte van de EIV valt (artikel 6 EIV).¹⁰⁷⁶ Het toepasselijke recht voor de het faillissement of de herstructurering bepaalt de voorwaarden over de nietigheid, vernietigbaarheid of niet-tegenwerpbaarheid van de voor de gezamenlijke schuldeisers nadelige handelingen (artikel 7 lid 2 onder m EIV). Een rechtshandeling is niet vernietigbaar als een derde waar de benadelende rechtshandeling van het concernonderdeel aan is gericht kan bewijzen dat de betreffende rechtshandeling is onderworpen aan de wetgeving in een andere lidstaat en in die wetgeving niet is voorzien om de betreffende rechtshandeling te vernietigen (artikel 16 EIV).¹⁰⁷⁷

Het CVVB van elk concernonderdeel is bepalend voor het toepasselijke recht voor zover in deze lidstaat een hoofdprocedure is geopend. Uit dit toepasselijke recht moet bijvoorbeeld blijken of de vordering van de moeder bij financiering van dat concernonderdeel van rechtswege is achtergesteld. Voor het concernonderdeel

¹⁰⁷⁶ HvJ van 12 februari 2009, zaak C-339 / 07 (Deko Marty). Het HvJ heeft in deze uitspraak overwogen dat een rechter alle vorderingen die rechtstreeks met het faillissement verband houden zo veel mogelijk gebundeld af moet kunnen handelen om zo faillissementsprocedures efficiënt en doeltreffend af te kunnen wikkelen.

¹⁰⁷⁷ Zie HvJ van 15 oktober 2015, zaak 310/14 (Nike / Sportland Oye) waaruit volgt dat de bescherming uit dit artikel behoorlijk is beperkt. Zie ook Bil 2019.

dat in Duitsland is gevestigd geldt dat de vordering van de moeder is achtergesteld. Voor het concernonderdeel in Nederland geldt dit niet. Dat betekent dat binnen het concern transactiekosten vanwege een verschil in recht ontstaan. Een oplossing hiervoor is de introductie van een coördinerend CVVB voor een concern zoals ik dat in hoofdstuk 9 heb benoemd. Dat zal echter als gevolg hebben dat de concurrente schuldeisers in Duitsland minder goed beschermd zijn als blijkt dat de moeder als coördinerend CVVB in Nederland is gevestigd. Voor Duitsland kan de bescherming van concurrente schuldeisers een dwingende reden van algemeen belang zijn waarbij een automatische achterstelling van de vordering van de moeder geschikt en proportioneel is (zie hoofdstuk 13). De Europese Commissie kan ervoor kiezen deze lidstaten de mogelijkheid te laten behouden hun eigen recht op dit onderdeel te blijven toepassen. Dit betekent dat de verschillen in recht blijven bestaan, maar deze zijn gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang.

Een andere manier om de verschillen in recht weg te nemen is dat de Europese Commissie alsnog kiest voor een uniforme regeling voor de faillissementspauliana. De Weijs¹⁰⁷⁸ heeft voor de faillissementspauliana al aangegeven dat een meer objectieve regeling voor de faillissementspauliana mogelijk en wenselijk is. Daarvoor is voor de faillissementspauliana nodig om de verschillende vormen van benadeling en bijbehorende doelstellingen scherp te onderscheiden (bijvoorbeeld benadeling door aantasting van de *paritas creditorum*). Een voordeel van meer objectieve criteria (zoals de benadeling) is dat deze eenvoudiger is vast te stellen zijn. In de impact assessment van de Europese Commissie van 11 november 2020¹⁰⁷⁹ heeft de Europese Commissie aangegeven dat zij onder andere wil kijken naar uniformering van de voorwaarden ‘*avoidance*

¹⁰⁷⁸ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010.

¹⁰⁷⁹ Zie [Insolventierecht: nationale wetgevingen beter op elkaar afstemmen om grensoverschrijdende investeringen aan te moedigen \(europa.eu\)](#) (bekeken in november 2021).

actions'. Dit zou kunnen gaan om verschillende onderwerpen binnen de faillissementspauliana, zoals de faillissementspauliana bij rechtshandelingen tussen gelieerde partijen (zoals een concern), een minimumperiode voor het instellen van een vordering, een opsomming van rechtshandelingen die onder de faillissementspauliana zouden moet vallen, eisen over de kwade trouw van een schuldenaar, verdeling van bewijslast of de rol van de curator.¹⁰⁸⁰ Als deze onderwerpen geharmoniseerd zijn dan vallen logischerwijs alle transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving weg. De inschatting van Diamant¹⁰⁸¹ is echter dat er, ondanks positieve reacties uit de consultatie, er een zekere terughoudendheid is. Volgens hem zal het geen eenvoudige opgave voor de Europese Commissie zijn tot volledige harmonisatie over te gaan.

¹⁰⁸⁰Zie Diamant 2021 voor een opsomming van de verschillende onderwerpen.

¹⁰⁸¹Diamant 2021 voor een opsomming van de verschillende onderwerpen.

12 Controle over kasstromen: zekerheden op vorderingen en verrekening

12.1 Zekerheden op vorderingen

12.1.1 Belang bij zekerheden op vorderingen

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

In de vorige hoofdstukken ben ik steeds ingegaan op de positie van de leverancier en de bank als schuldeiser van het concern of een concernonderdeel. Een concernonderdeel gaat tevens rechtsverhoudingen met afnemers aan. De afnemers moeten vervolgens aan het concernonderdeel betalen voor de geleverde diensten of activa door het concernonderdeel. In hoofdstuk 2 heb ik een contractuele relatie tussen een concernonderdeel en een contractspartner omschreven in termen van gebruikers-, inkomens- en controlerechten. In dezelfde terminologie levert een concernonderdeel gebruikersrechten aan een afnemer die vervolgens een inkomensrecht aan het concernonderdeel betaalt. Doordat alle afnemers van het concernonderdeel inkomensrechten betalen ontstaan inkomende kasstromen. Hiermee kan de moeder, als bestuurder van een concernonderdeel, de inkomensrechten van de bank en leveranciers betalen die gebruikersrechten aan het concernonderdeel beschikbaar stellen.

Het concernonderdeel kan kiezen de vordering op de afnemer (het inkomensrecht van het concernonderdeel) als zekerheid aan bijvoorbeeld een bank te geven. Voor de bank betekent dit dat deze indirect controle krijgt over de

inkomende kasstromen van een concernonderdeel.¹⁰⁸² De zekerheidsnemer kan met deze zekerheid de inkomende kasstromen bij niet-nakoming aan zichzelf laten uitbetalen. De afnemers moeten hun inkomensrecht dan bij executie van de zekerheid aan de zekerheidsnemer betalen in plaats van het concernonderdeel. Hiermee krijgt een zekerheidsnemer een belang bij het behoud van de inkomende kasstromen. Dit betekent dat de zekerheidsnemer in de gaten moet blijven houden dat een concernonderdeel kasstromen blijft genereren. Als een zekerheidsnemer risico's ziet dat toekomstige kasstromen in gevaar komen dan kan een zekerheidsnemer daarover in overleg treden met het concernonderdeel en maatregelen bespreken. Een zekerheidsrecht op vorderingen leidt dus tot een bepaalde mate van monitoring op de inkomende kasstromen door de bank als zekerheidsnemer.

12.1.2 Betrokken partijen bij een zekerheid op vorderingen

Bij zekerheden op vorderingen zijn per definitie meerdere partijen betrokken. Dit zijn het i) concernonderdeel, ii) de zekerheidsnemer en iii) de afnemer van het concernonderdeel. Verder hebben zekerheidsrechten op vorderingen gevolgen voor de verhaalspositie van andere schuldeisers. Het geldt dat de afnemers bij de executie van de zekerheid aan de zekerheidsnemer betalen is niet meer beschikbaar voor betaling van de vorderingen van de andere schuldeisers op het concernonderdeel. Tevens kan een conflict ontstaan als verschillende partijen op dezelfde vordering een zekerheid hebben gevestigd (tweede zekerheidsnemers). De zekerheid op vorderingen heeft derdenwerking, oftewel een goederenrechtelijk effect.¹⁰⁸³

¹⁰⁸² Zie Baird en Rasmussen 2006, p. 1227 – 1229. Het belang van zekerheden op kasstromen betekent een de facto controle over de onderneming. In hun woorden: *'Turning off the cash stop a debtor dead in its tracks'*.

¹⁰⁸³ Zie p. 4 van de Proposal of the European Commission of 12th March 2018 for a regulation on the law applicable to the third-party effects of assignments of claims (COM (2018) 96 final), hierna:

Een aandachtspunt bij zekerheden op vorderingen is de positie van de afnemer en de mate waarin deze van de zekerheid op de hoogte moet zijn. De afnemer is een klant van het concernonderdeel en het is denkbaar dat het concernonderdeel liever niet wil dat de afnemer op de hoogte is dat op de vordering op de afnemer een zekerheid is gevestigd. De afnemer zou hieruit af kunnen leiden dat het concernonderdeel in financiële moeilijkheden verkeert. Dit kan voor de afnemer een reden zijn om naar een concurrent te gaan. Het inkomensrecht van het concernonderdeel gaat dan verloren. Uiteraard moet de afnemer bij het invoeren van de zekerheid weten dat deze aan de zekerheidsnemer moet betalen en niet aan het concernonderdeel. Dit is echter pas relevant bij de executie van de zekerheid. Dit is het moment dat een concernonderdeel niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. Een concernonderdeel heeft geen belang meer om informatie over de gestelde zekerheid aan een afnemer te onthouden. Het concernonderdeel zit al in financiële moeilijkheden. Bij executie van de zekerheid is vooral van belang dat voor de afnemer duidelijk is op welke wijze de afnemer bevrijdend kan betalen. Dit weegt zwaarder dan het belang van een concernonderdeel bij een goed imago.

Vanuit een juridisch perspectief is een vraag of het concernonderdeel of de bank een mededeling aan een afnemer moet doen bij het vestigen van een zekerheid. Dit komt neer op de vraag of de mededeling aan een afnemer een constitutief vereiste is voor het vestigen van een zekerheid. Dit zou betekenen dat zonder mededeling geen zekerheid is gevestigd. Zoals ik hierboven heb aangegeven is de functie van een mededeling aan een afnemer dat deze weet aan wie de afnemer moet betalen. Als een afnemer na een mededeling toch betaalt aan het concernonderdeel in plaats van de zekerheidsnemer dan kan dit betekenen dat de afnemer niet bevrijdend heeft betaald en alsnog aan een zekerheidsnemer moet betalen. Het is aan de afnemer het betaalde geld aan het concernonderdeel als

Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen. Voor een afweging van de verschillende belangen van betrokken partijen zie ook Mooney 2017.

onverschuldigde betaling terug te vorderen. De functie van de mededeling aan de afnemer is om duidelijkheid aan de afnemer te geven aan wie betaald moet worden. Zolang een afnemer niet van de zekerheid afweet kan de afnemer zonder enig risico bevrijdend aan het concernonderdeel betalen. De zekerheidsnemer moet zelf zorgen dat deze het geld van het concernonderdeel krijgt. Een mededeling aan een afnemer volstaat niet om derde schuldeisers op de hoogte te brengen van de zekerheid op de vordering. In het vorige hoofdstuk heb ik aangegeven dat het voor andere schuldeisers van belang is dat zij op de hoogte zijn van een zekerheid. Op deze manier kunnen concurrente schuldeisers bij het aangaan van hun contract met het concernonderdeel rekening houden met hun relatief achtergestelde positie. Een mededeling aan een afnemer brengt niet mee dat andere schuldeisers op de hoogte van de zekerheid zijn. Een ander nadeel waar Flessner en Verhagen¹⁰⁸⁴ op wijzen bij een verplichte mededeling aan een afnemer bij het vestigen van een zekerheid is dat het in de financiële wereld praktisch onmogelijk is aan alle afnemers een mededeling te doen, bijvoorbeeld bij verpanding van een groot aantal vorderingen. Als een bank bijvoorbeeld voor alle vorderingen van de concernonderdelen een mededeling aan alle afnemers van de concernonderdelen in alle landen moet doen leidt dit tot hoge transactiekosten voor een bank. Bovendien zijn de vorderingen waarop zekerheden zijn gevestigd vaak veranderlijk en dit zou betekenen dat een zekerheidsnemer continue aan nieuwe afnemers een mededeling moet doen.¹⁰⁸⁵ Een verplichte mededeling aan een afnemer bij het vestigen van een zekerheid leidt dus tot transactiekosten voor een zekerheidsnemer. Deze transactiekosten zijn pas nodig op het moment dat een afnemer aan het concernonderdeel moet betalen, omdat de afnemer pas dan hoeft te weten aan wie de afnemer bevrijdend moet betalen. De mededeling is dus vooral nodig bij de executie van de zekerheid.

In de volgende paragrafen beschrijf ik in het kort de verschillende voorwaarden die de landen stellen bij het vestigen van zekerheden op vorderingen

¹⁰⁸⁴ Zie Flessner en Verhagen 2006.

¹⁰⁸⁵ Flessner en Verhagen 2006, p. 62 – 65.

waarbij de bovenstaande afwegingen terug kunnen komen. In paragraaf 12.2. bespreek ik de verschillende afwegingen die spelen bij zekerheden op vorderingen in internationaal verband.

12.1.3 Voorwaarden voor zekerheden op vorderingen in de landen

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

12.1.3.1 Voorwaarden in Nederland

In Nederland kunnen partijen een pandrecht op een vordering op naam vestigen. Om een pandrecht te vestigen is een aantal handelingen nodig. Zo moeten de pandgever en -nemer een wilsovereenstemming hebben bereikt die strekt tot het vestigen van een pandrecht en moet voldaan zijn aan de vormvoorschriften zoals die in de wet zijn gesteld (artikel 3:98 jo. 3:84 lid 1 BW).¹⁰⁸⁶ Er is een onderscheid tussen een openbaar en stil pandrecht op vorderingen. Voor het vestigen van een openbaar pandrecht is het opstellen van een daartoe bestemde akte nodig en een mededeling aan de afnemer (artikel 3:236 lid 2 jo. 3:94 BW). In hoofdstuk 11 ben ik ingegaan op de vereiste registratie van de pandakte. De mededeling is bij dit openbare pandrecht op vorderingen een noodzakelijk vereiste voor het vestigen van het openbare pandrecht waarbij een mondelinge mededeling volstaat.¹⁰⁸⁷ Bij een stil pandrecht laten de zekerheidsnemer en -gever de mededeling aan de afnemer achterwege (artikel 3:239 lid 1 BW). De vorderingen waar het pandrecht

¹⁰⁸⁶ Voor een uitleg zie de Conclusie van de Adv. Gen. van 30 november 2018 (ECLI:NL:PHR:2018:1378) en de HR van 22 februari 2019 (ECLI:NL:HR:2019:268).

¹⁰⁸⁷ Zie bijvoorbeeld Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/203.

op rust moeten verder voldoende bepaalbaar zijn (artikel 3:84 lid 2 jo. 3:98 BW). Hieraan is voldaan als de pandakte zodanige gegevens bevat dat, eventueel achteraf, kan worden vastgesteld op welke vordering zekerheden zijn gevestigd. Voor de bepaalbaarheid van vorderingen gelden geen strenge eisen (zie ook hoofdstuk 11).¹⁰⁸⁸ Het openbare en stille pandrecht op vorderingen kan bij voorbaat worden gevestigd op toekomstige vorderingen (artikel 3:236 lid 2, artikel 3:97 lid 1, 3:94 lid 1 jo. artikel 3:239 BW).¹⁰⁸⁹ Voor een toekomstige zekerheid geldt dat de vordering waarop het stil pandrecht wordt gevestigd rechtstreeks moet worden verkregen uit een rechtsverhouding die op het tijdstip van vestiging van het pandrecht al bestaat. Het is niet mogelijk een stil pandrecht te vestigen op zogenoemde absolute toekomstige vorderingen.¹⁰⁹⁰

In een uitspraak over de verzamel pandakte voor vorderingen op naam is de HR ingegaan op de reikwijdte van verpanding van toekomstige vorderingen.¹⁰⁹¹ Dit gaat dus niet zozeer om de vraag aan welke voorwaarden een verpanding moet voldoen, maar om de vraag voor welke vorderingen een pandnemer een pandrecht kan vestigen. Het ging hier om een akte van verpanding van bestaande en toekomstige vorderingen. De bank kon op grond van een volmacht uit de ABV dagelijks alle nieuwe vorderingen direct aan zich verpanden en de noodzakelijke registratie verrichten. De bank handelde met de volmacht in naam van de

¹⁰⁸⁸ Zie bijvoorbeeld Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/220. Zie ook HR van 14 oktober 1994, NJ 1995, 447 (Stichting Rivierenland / Gispén q.q.) en HR 20 september 2002, NJ 2004, 182 (Mulder q.q. / Rabobank). Zie ook Biemans, Opraus en Witting 2015 voor een overzicht van de drie fasen die de HR in de loop van de tijd heeft doorlopen.

¹⁰⁸⁹ Zie bijvoorbeeld Schuijling, *Levering en verpanding (O&R nr. 90)* 2016/3.2.4. of Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/228. Zie ook de Conclusie van de Adv. Gen. van 30 november 2018 (ECLI:NL:PHR:2018:1378).

¹⁰⁹⁰ Voor een uitleg zie de Conclusie van de Adv. Gen. van 30 november 2018 (ECLI:NL:PHR:2018:1378). Zie ook Schuijling, *Levering en verpanding (O&R nr. 90)* 2016/5.3.3.

¹⁰⁹¹ HR van 3 februari 2012 (ECLI:NL:HR:BT6947; ING verzamel pandakte). Zie ook de Conclusie van de Adv. Gen. van 30 november 2018 (ECLI:NL:PHR:2018:1378) voor een beschrijving van de praktijk van de verzamel pandakte.

zekerheidsgever. Een gevolg van de handelingen van de bank was dat dagelijks alle op dat moment bestaande vorderingen aan de bank werden verpand. Volgens de HR ging het hier niet om een pandrecht op toekomstige vorderingen, maar een zekerheidsrecht op bestaande vorderingen. Adv. Gen. Hammerstein is ingegaan op het argument dat hiermee een onbeperkte mogelijkheid is ontstaan tot verpanding van vorderingen van ondernemingen. Banken kunnen namens de zekerheidsgever continue alle vorderingen als bestaande vorderingen aan zichzelf verpanden. Dit zou ten koste kunnen gaan van de verhaalspositie van andere schuldeisers en kan leiden tot een uitholling van de faillissementsboedel. De Adv. Gen. verwijst dit dilemma terecht door naar de wetgever die hierover nieuwe afweging en kan maken. De Adv. Gen. acht de opzet van de verzamelpandakte daarmee niet onrechtmatig.¹⁰⁹²

Bij niet-nakoming door het concernonderdeel kan de bank als zekerheidsnemer die een stil pandrecht heeft gevestigd een mededeling aan de afnemer doen zodat de zekerheidsnemer de vorderingen zelf kan innen (artikel 2:239 lid 3 en artikel 3:246 BW). Na een faillissement kan de zekerheidsnemer nog steeds een mededeling doen en de vordering innen.¹⁰⁹³ Als de mededeling wordt gedaan na het faillissement en de curator de vorderingen int dan houdt de

¹⁰⁹² Zie overwegingen 2.6. en 2.7. van de conclusie van de Adv. Gen. Hammerstein van 3 februari 2012 (ECLI:NL:PHR:BT6947; ING verzamelpandakte) en HR van 3 februari 2012 (ECLI:NL:HR:BT6947; ING verzamelpandakte). Zie ook Verstijlen 2013 die aangeeft dat alle schuldeisers (dus ook leveranciers) op een vergelijkbare manier zekerheden kunnen stellen. Als dan alle schuldeisers een dergelijk pandrecht hebben dan ontstaat op deze wijze een ‘*paritas creditorum*’ van zekerheidsnemers. Zie Schuijling, *Levering en verpanding* (O&R nr. 90) 2016/5.3.5. voor een overzicht van verschillende risico’s bij een verzamelpandakte zoals problemen bij de vertegenwoordiging.

¹⁰⁹³ Zie Biemans, Opraus en Witting 2015 en de daar aangehaalde jurisprudentie en Kaptein 2016, p. 174.

zekerheidsnemer de voorrangpositie, maar moet meebetalen aan de algemene faillissementskosten (artikel 182 Fw).¹⁰⁹⁴

12.1.3.2 Voorwaarden in Duitsland

In Duitsland zijn verschillende mogelijkheden om een zekerheid op vorderingen te vestigen. Dit kan via een pandrecht (zie § 1273 e.v. BGB) of via een zekerheidstransfer ('*Sicherungsabtretung*' - § 398 BGB). Voor een geldig pandrecht is een mededeling aan de afnemer nodig (§ 1280 BGB). Dit is de reden dat de zekerheid niet aantrekkelijk is voor bijvoorbeeld banken.¹⁰⁹⁵ Met de '*Sicherungsabtretung*' kent het concernonderdeel die het contract heeft gesloten een onvoorwaardelijk recht aan de zekerheidsnemer toe om de betalingen van de afnemer te ontvangen. Voor het vestigen van de zekerheid moeten het concernonderdeel en de zekerheidsnemer een contract sluiten waarmee de zekerheidsnemer de juridische titel krijgt de vorderingen te innen. Een mededeling aan de afnemer is niet nodig. Als de afnemer niet van de zekerheid op de hoogte is en toch aan het concernonderdeel betaalt dan heeft de afnemer bevrijdend betaald (§ 407 BGB). In Duitsland geldt als voorwaarde dat zekerheden op vorderingen voldoende bepaalbaar moeten zijn. Hieraan wordt voldaan als te achterhalen is aan welke vorderingen de zekerheid is gekoppeld. Toekomstige vorderingen zijn bepaalbaar als op het moment van de '*Abtretungserklärung*' (overdracht van de vordering) het ontstaan en de omvang van de vorderingen bekend zijn.¹⁰⁹⁶ Dat betekent dat in ieder geval de rechtsgrond voor de toekomstige vordering bekend moet zijn waarbij voldoende is dat het ontstaan van een vordering mogelijk moet lijken.¹⁰⁹⁷ In Duitsland is het mogelijk een '*Globalzession*' te vestigen voor een

¹⁰⁹⁴ Zie bijvoorbeeld Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020/230.

¹⁰⁹⁵ Rakob 2009, p. 91 – 93 en Bauer en Stürner 2009, p. 810. De volgende druk van Bauer en Stürner verschijnt in 2023.

¹⁰⁹⁶ Bauer en Stürner 2009, p. 822. De volgende druk van Bauer en Stürner verschijnt in 2023.

¹⁰⁹⁷ Kaptein 2016, p. 114 – 118.

portfolio van bestaande en toekomstige vorderingen.¹⁰⁹⁸ Bij niet-nakoming kan de zekerheidsnemer de afnemer over de zekerheid informeren en kan vervolgens de vordering zonder tussenkomst van een rechter innen.¹⁰⁹⁹ Na een faillissement is de vordering van de zekerheidsnemer een preferente vordering. De zekerheidsnemer kan de vordering dan niet zelf innen. Dit doet de curator die daarvoor een vergoeding rekt (§§ 50, 51 166 en 170 InsO).¹¹⁰⁰

Bauer en Stürner wijzen er wel op dat de ruime mogelijkheden van de ‘*Sicherungsabtretung*’ kunnen overlappen met het horizontaal verlengde eigendomsvoorbehoud. Met het verlengde eigendomsvoorbehoud krijgt een leverancier een zekerheid op de vordering van een nieuwe koper (zie ook hoofdstuk 10). De vordering op deze koper kan echter als toekomstige vordering al een onderdeel van de ‘*Sicherungsabtretung*’ zijn. De leverancier die het verlengde eigendomsrecht heeft afgesproken is dan een tweede zekerheidsnemer. De Duitse rechter beoordeelt de voorrangpositie van deze zekerheidsnemer aan de hand van de normale regels van voorrang waarbij een ouder recht (i.c. de ‘*Sicherungsabtretung*’) een voorrangpositie heeft ten opzichte van het verlengde eigendomsvoorbehoud. Dit betekent dat het horizontaal verlengde eigendomsvoorbehoud alleen in rang voor een ‘*Sicherungsabtretung*’ gaat als het verlengde eigendomsvoorbehoud is gevestigd voordat bijvoorbeeld een bank de ‘*Sicherungsabtretung*’ heeft gevestigd. Bauer en Stürner merken op dat dit uiteindelijk betekent dat alle afspraken over een horizontaal verlengd eigendomsvoorbehoud op den duur uitfaseren.¹¹⁰¹ De ‘*Sicherungsabtretung*’ is een zekerheid die voor lange tijd is aangegaan en tevens geldt voor toekomstige

¹⁰⁹⁸ Jäkel 2004, p. 100 – 102 en Rakob 2009, p. 98. Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/321-322 waar zij aangeven dat toekomstige vorderingen die worden beheerst door het Duitse recht onbeperkt bij voorbaat kunnen worden gecedeerd.

¹⁰⁹⁹ Rakob 2009, p. 97.

¹¹⁰⁰ Zie ook Kaptein 2016, p. 175 – 176.

¹¹⁰¹ Bauer en Stürner 2009, p. 853 – 854 en zie artikel 3 van de UN-convention on the assignment of receivables in international trade van 2004.

vorderingen. Het verlengde eigendomsvoorbehoud is gevestigd voor de levering van specifieke activa en de zekerheid kent een korte tijdshorizon. Als eenmaal een ‘*Sicherungsabtretung*’ is gevestigd dan heeft een leverancier uiteraard nog steeds de mogelijkheid om bij levering van activa een verlengd eigendomsvoorbehoud te maken, maar dit gaat altijd in rang achter die van de zekerheidsnemer die een ‘*Sicherungsabtretung*’ heeft afgesproken. De leverancier heeft op deze manier minder controlerechten beschikbaar. Als voor leveranciers voldoende transparant is dat zekerheden zoals een ‘*Sicherungsabtretung*’ zijn gevestigd dan kunnen leveranciers daar rekening mee houden bij het sluiten van hun contract. Hier geldt dus tevens het argument van het belang van transparantie zoals ik in hoofdstuk 11 heb beschreven.

12.1.3.3 Voorwaarden in het Verenigd Koninkrijk

Als bij de overdracht van een vordering aan een zekerheidsnemer een mededeling of ‘*notice*’ aan een afnemer plaatsvindt is sprake van een ‘*legal assignment*’. Bij een dergelijke overdracht is voldaan aan de wettelijke eisen zoals opgenomen in s.136 van de Law of Property Act 1925. Zonder ‘*notice*’ is een overdracht nog steeds geldig, maar kwalificeert als een ‘*equitable right*’. Een dergelijk recht heeft een lagere voorrangpositie dan een ‘*legal right*’.¹¹⁰² De zekerheidsnemer en -gever kunnen een zekerheid op een vordering vestigen met een ‘*charge*’ of een ‘*mortgage*’.¹¹⁰³ Een ‘*pledge*’ is uitgesloten, omdat een vordering op naam niet in bezit kan worden gegeven. In de praktijk kiezen partijen vaak voor een ‘*fixed charge*’ over ‘*receivables*’, zoals ‘*book debts*’ of een ‘*floating charge*’ in plaats van een ‘*mortgage*’.¹¹⁰⁴ In het VK kunnen de partijen zekerheden vestigen op bestaande en toekomstige vorderingen. Bridge geeft aan dat een

¹¹⁰² BIICL 2006, p. 344 en Goode en Gullifer 2016, p. 99 – 102.

¹¹⁰³ Calnan 2004, p. 37 – 39 en Goode en Gullifer 2016, p. 99 – 102.

¹¹⁰⁴ Bridge 2009, p. 150.

onderscheid tussen toekomstige en bestaande vorderingen in het Engelse contractenrecht niet bezwaarlijk is. Een contractuele verplichting die in de loop van de tijd zeker wordt (dus toekomstig) is volgens het Engelse recht al een zekere vordering.¹¹⁰⁵ Met het vestigen van een ‘*floating charge*’ is een zekerheid mogelijk voor nog onbekende en toekomstige vorderingen. Een dergelijke zekerheid moet worden geregistreerd (zie s. 859A Companies Act 2006). Ik verwijs naar de hoofdstukken 10 en 11 waar ik in ben gegaan op de ‘*floating charge*’.

12.1.3.4 Transactiekosten vanwege een verschil in voorwaarden in Europa

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In welke mate zijn er verschillen in recht tussen de landen in de EU mede in vergelijking met de juridische ordening in de VS?

In de bovenstaande paragrafen heb ik kort de voorwaarden beschreven van de landen die in mijn onderzoek centraal staan. In elke land heeft een bank mogelijkheden om zekerheden op vorderingen te vestigen. De bank kan dus in alle landen controlerechten vestigen op de inkomende kastromen van een concernonderdeel. De voorwaarden voor het vestigen van zekerheden op vorderingen tussen de landen kunnen materieel van elkaar verschillen. Zo moet in het ene land de zekerheid worden geregistreerd (zoals de ‘*floating charge*’ in het VK) en is in een andere land als voorwaarde opgenomen dat een mededeling aan een afnemer moet worden gedaan (zoals in Nederland).¹¹⁰⁶ Voor een bank die in Europa op de vorderingen van alle concernonderdelen zekerheden wil vestigen betekent dit dat deze rekening moet houden met de verschillende voorwaarden die in elk land gelden. In de VS vallen de zekerheden op vordering op naam onder de uniforme regels van Chapter 9 waarbij de meeste zekerheden passen binnen de

¹¹⁰⁵ Bridge 2009, p. 158. Zie ook Goode en Gullifer 2016, p. 104. die opmerken dat een ‘*mortgage*’ op toekomstige vorderingen altijd een ‘*equitable assignment*’ zal zijn.

¹¹⁰⁶ BIICL 2006, p. 369 – 372. Zie ook Sigman en Kieninger 2009 die het hebben over venijnige verschillen tussen de lidstaten.

categorieën ‘*accounts*’, ‘*payment intangibles*’, ‘*promissory notes*’ en ‘*chattel paper*’.¹¹⁰⁷ In de VS heeft een bank bij het vestigen van zekerheden op vorderingen van de verschillende concernonderdelen niet te maken met een verschil in wetgeving voor elke staat. Dit betekent dat de bank bij het vestigen van zekerheden van de vorderingen van de concernonderdelen in Europa tegen transactiekosten aanloopt die de bank in de VS niet hoeft te maken. De vraag is of een uniforme regeling voor zekerheidsrechten op vorderingen in de EU nodig is zodat transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving tussen de lidstaten per saldo lager uitvallen. Daarbij geldt dat bij het vestigen van zekerheden op vorderingen in internationaal verband meerdere partijen zijn betrokken waarbij elk van deze partijen in een andere lidstaat kan zijn gevestigd. Het gaat dan om i) het concernonderdeel, ii) de bank, iii) de afnemer, iv) een tweede zekerheidsnemer, v) concurrente schuldeisers of vi) de curator. Het kan zijn dat elke lidstaat het belang van één van deze partijen wil beschermen en om die reden bepaalde voorwaarden stelt.¹¹⁰⁸ Leidt de keuze van de ene lidstaat per saldo tot lagere transactiekosten dan een keuze van een andere lidstaat? Is de Europese wetgever in staat tot een betere afweging van belangen te komen? In de volgende paragraaf beschrijf ik de verschillende afwegingen die kunnen spelen bij het beoordelen van een verschil in voorwaarden in de wetgeving tussen de lidstaten. In de eerste plaats ga ik in op de wijze waarop het toepasselijke recht wordt bepaald. Het doel van deze analyse is te achterhalen in hoeverre het voor een partij duidelijk is aan welke voorwaarden moet zijn voldaan. Daarna bespreek ik in hoeverre lidstaten belemmeringen in hun recht moeten wegnemen vanwege een strijd met het vrije verkeer en tot slot bespreek ik de wenselijkheid van uniformering.

¹¹⁰⁷ Zie p. 4 – 5 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen.

¹¹⁰⁸ Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/307 die aangeven dat een cessie voor het Nederlandse internationale privaatrecht een internationaal karakter kan hebben als de cedent en cessionaris in Nederland zijn gevestigd, maar de afnemer in een ander land.

12.2 Zekerheden op vorderingen in internationaal verband

12.2.1 Toepasselijke recht bij contractuele vraagstukken

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?

Het toepasselijke recht bepaalt de voorwaarden waaraan de zekerheidsnemer en -gever moeten voldoen bij het vestigen van een zekerheid op vorderingen. In het toepasselijke recht staat bijvoorbeeld in hoeverre de mededeling aan een afnemer een constitutief vereiste is voor het vestigen ervan. De vraag is hoe het toepasselijke recht is te bepalen. Hierbij is een onderscheid nodig tussen contractuele en goederenrechtelijke vraagstukken. De contractuele vraagstukken doen zich in de eerste plaats voor in de rechtsverhouding tussen het concernonderdeel als zekerheidsgever en de bank als zekerheidsnemer. Deze hebben een contract gesloten waarin de wilsovereenstemming staat voor het vestigen van de zekerheid. Als de rechtsverhouding tussen de zekerheidsnemer en -gever een internationaal karakter heeft dan kunnen deze partijen zelf het toepasselijke recht kiezen (artikel 3 Rome – I verordening). Dit recht is van toepassing op alle contractuele vraagstukken die tussen de zekerheidsgever en -nemer spelen bij een zekerheid op een vordering (artikel 14 lid 1 Rome – I verordening). In de tweede plaats hebben het concernonderdeel en de afnemer een contractuele rechtsverhouding. De vordering waarop de zekerheid is gevestigd volgt, in de casus die ik in mijn onderzoek voor ogen heb, uit dit contract. Het concernonderdeel en de afnemer kunnen zelf het recht kiezen dat hun rechtsverhouding beheerst voor zover de rechtsverhouding een internationaal karakter heeft (artikel 3 Rome – I verordening). Bij gebrek aan rechtskeuze geldt het recht van de lidstaat van de gewone verblijfplaats van het concernonderdeel die als leverancier of dienstverrichter optreedt (artikel 4 Rome I verordening). Het toepasselijke recht dat het contract beheerst geldt ook voor de daaruit voortvloeiende vordering waar de zekerheid op gevestigd is. Dit recht bepaalt dan i) de vraag of op de vordering van het concernonderdeel op de afnemer een

zekerheid kan worden gevestigd, ii) wat de betrekkingen tussen de zekerheidsnemer en de afnemer zijn (dus bijvoorbeeld of de rechtsverhouding contractueel van aard is), iii) wat de voorwaarden zijn waaronder de zekerheid aan de afnemer kan worden tegengeworpen en iv) wanneer een afnemer bevrijdend aan het concernonderdeel heeft betaald (artikel 14 lid 2 van de Rome – I verordening).

12.2.2 Toepasselijk recht derdenwerking – visie van de landen

Het meest controversiële discussiepunt is de vraag welk recht het goederenrechtelijk effect of de derdenwerking van de zekerheidsverschaffing beheerst.¹¹⁰⁹ Sigman en Kieninger tekenen daarbij aan dat de scheidslijn tussen het contractenrecht en het goederenrechtelijke effect niet altijd duidelijk is en dat dit in de verschillende landen anders uitgelegd kan worden.¹¹¹⁰ Volgens Dalhuisen is het onderwerp over het toepasselijke recht van de derdenwerking bij zekerheden op vorderingen zelfs onderontwikkeld. Dit geldt vooral bij zekerheden op een grote hoeveelheid vorderingen, zoals opgenomen in een verzamelhandakte of ‘*Globalsezzion*’ waarbij afnemers in verschillende landen zijn gevestigd.¹¹¹¹ De onduidelijkheid over het toepasselijke recht is volgens Flessner en Verhagen onwenselijk. Juist zekerheden op vorderingen hebben een duidelijk economisch belang, met name voor het MKB.¹¹¹² Sigman en Kieninger waarschuwen dat een blijvende onduidelijkheid over het toepasselijke recht kan leiden tot ongewenste forum-shopping. De partijen zullen geschillen voorleggen aan de rechter in het land dat voor hen de meest gunstige uitspraak doet.¹¹¹³

De landen zijn lange tijd verdeeld geweest over de vraag in hoeverre de Rome – I verordening de derdenwerking over de zekerheden op de vorderingen beheerst.

¹¹⁰⁹ Sigman en Kieninger 2009, p. 46 en Verhagen en Van Dongen 2011.

¹¹¹⁰ Sigman en Kieninger 2009, p. 42. Zie ook Ramaekers 2013 die ingaat op de kwalificatievraag.

¹¹¹¹ Dalhuisen 2007, p. 713 – 717.

¹¹¹² Flessner en Verhagen 2006, p. 1 – 7.

¹¹¹³ Sigman en Kieninger 2009, p. 50.

De Europese Commissie heeft hierover in een voorstel voor een verwijzingsregel duidelijkheid gegeven. Ik kom hier nog op terug. Eerst schets ik het verschil van inzicht dat tussen de landen heeft bestaan. De vraag die de landen heeft verdeeld is in hoeverre het eerste of tweede lid van artikel 14 Rome – I verordening (of voorgangers van deze verordening) het toepasselijke recht voor de derdenwerking bepaalt. Als het eerste lid bepalend is volgt het toepasselijke recht over de derdenwerking uit het contract tussen de zekerheidsnemer en –gever. Als het tweede lid bepalend is dan moet worden gekeken naar het toepasselijke recht dat de vordering beheerst. De uitleg over artikel 14 van de Rome – I verordening heeft in de verschillende landen tot andere inzichten geleid¹¹¹⁴ en tot onduidelijkheid over de reikwijdte van artikel 14 Rome – I verordening.¹¹¹⁵ Hieronder een kort overzicht.

12.2.2.1 Nederland

In Nederland heeft de HR zich uitgelaten over de reikwijdte van artikel 12 Rome – I verordening (de voorganger van artikel 14 Rome – I verordening) in de zaak *Brandsma q.q./ Hansa Chemie*.¹¹¹⁶ Deze zaak ging om een leverancier in Duitsland die aan een rechtspersoon in Nederland had geleverd. De leverancier had op grond van Duits recht een horizontaal verlengd eigendomsrecht gevestigd. Dit betekende dat de leverancier bij doorverkoop van de activa door de rechtspersoon direct een zekerheid zou krijgen op de vordering van de rechtspersoon op die afnemer. De vraag in deze zaak was op grond van welk recht de zekerheid op de vordering moest worden beoordeeld. De HR sloot aan bij het oude artikel 12 EVO (voorloper artikel 14 van Rome – I verordening) dat volgens de HR wel degelijk

¹¹¹⁴ Veder 2009, p. 289 of Verhagen en Van Dongen 2011.

¹¹¹⁵ Stevens 2004, p. 213 – 216 of Verhagen en Van Dongen 2011.

¹¹¹⁶ HR van 16 mei 1997 *Brandsma q.q. / Hansa Chemie*, NJ 1998, 585. Het arrest ging over de voorloper van artikel 14 van Rome – I, te weten artikel 12 EVO.

goederenrechtelijke vraagstukken dekt.¹¹¹⁷ Volgens de HR is een keuze tussen het toepasselijke recht op basis van de relatie tussen de zekerheidsnemer en –gever (lid 1) of dat van de vordering van een onderneming met een afnemer (lid 2). De HR heeft voor het eerste gekozen. Een afweging van de HR was daarbij dat toepassing van het tweede lid zou betekenen dat een portefeuille van zekerheden door meerdere rechtstelsels zou worden beheerst en dit leidt tot onnodige transactiekosten. De visie van de HR is overgenomen in artikel 10:135 BW. Uit dit artikel volgt dat een eerste stap is om vast te stellen of het überhaupt mogelijk is een zekerheid op een vordering te vestigen. Dit moet worden bepaald door het recht dat op de vordering van toepassing is (10:135 lid 1 BW). Dit recht bepaalt bijvoorbeeld in hoeverre een zekerheid op een toekomstige vordering mogelijk is. Daarnaast bepaalt dit recht wanneer een afnemer bevrijdend heeft betaald (artikel 10:135 lid 3 BW). Voor het overige wordt het goederenrechtelijke regime bepaald door het recht dat van toepassing is op de afspraken tussen de zekerheidsnemer en gever (artikel 10:135 lid 2 BW). Dit recht bepaalt de eisen van de vestiging van de zekerheid (bijvoorbeeld een verplichte mededeling aan een afnemer bij vestiging van een zekerheid of de mate van bepaalbaarheid), welke rechten (bijvoorbeeld nevenrechten) op de vordering kunnen rusten en de wijze van wijziging of overdracht van de zekerheidsrechten. Dat betekent onder andere dat de zekerheidsnemer en -gever een rechtskeuze hebben voor het toepasselijke recht voor een zekerheid op een vordering.¹¹¹⁸ De eisen van registratie van zekerheden vallen volgens Kramer en Verhagen onder het executierecht en worden bepaald door de plaats waar de zekerheidsnemer de zekerheid inroept.¹¹¹⁹

¹¹¹⁷ Zie ook Timmerman en Veder 2009, p. 199 – 201, BIICL 2006, p. 274 – 276 of Verhagen en Van Dongen 2011.

¹¹¹⁸ Zie Timmerman en Veder 2009, p. 201 – 202, Verhagen en Van Dongen 2011 of Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/295 – 299.

¹¹¹⁹ Zie Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/295 – 299.

12.2.2.2 Verenigd Koninkrijk

De Engelse rechter heeft zich niet duidelijk uitgelaten over een eenduidige lijn.¹¹²⁰ Toch legt volgens de British Institute of International and Comparative Law (hierna: BIICL) de rechter in het VK vaak de nadruk op het recht dat de zekerheidsnemer en –gever onderling hebben afgesproken, zoals bepaalt in artikel 14 lid 1 van de Rome – I verordening.¹¹²¹ Welling-Steffens geeft aan dat het toepasselijke recht in Engeland wordt bepaald door het recht dat van toepassing is op de onderliggende vordering.¹¹²² De meest bekende zaak is *Raffeisen Zentralbank Österreich AG v. Five Star Trading LLC*.¹¹²³ Deze zaak ging over een bank die een schip financierde en als ‘assignor’ een zekerheid kreeg over de uitbetalingen van een Franse verzekeringspolis. Het schip was verzekerd tegen schade. De zekerheidsnemer en –gever hadden gekozen om een zekerheid naar Engels recht te vestigen op de vorderingen die de verzekeraar uitkeerde. Het schip kwam in botsing met een ander schip waarbij de lading beschadigd raakte. De eigenaren van de lading wilden eveneens aanspraak maken op de uitkeringen van de verzekering. Zij vroegen de Engelse rechter de zekerheid te vernietigen. Weliswaar hadden de zekerheidsnemer en -gever op grond van het Engelse recht een ‘notice’ of melding aan de verzekeringsmaatschappij gedaan, maar de Franse wet stelde strengere eisen aan een vergelijkbare zekerheid. Op grond van het Franse recht moest een procureur de mededeling doen. Volgens de eigenaren van de lading was de zekerheid dus naar Frans recht niet geldig en kon de bank de uitbetaalde schade niet innen. De Engelse rechter kwam tot de conclusie dat het toepasselijk recht werd bepaald door de vraag of de afspraken over het vestigen van de vordering rechtsgeldig waren. Dit is volgens de Engelse rechter een

¹¹²⁰ Sigman en Kieninger 2009, p. 46 – 47 en BIICL 346 – 356.

¹¹²¹ BIICL 2006, p. 348.

¹¹²² Welling – Steffens 2020 en ook Kronke 2019.

¹¹²³ [2001] EWCA Civ 68, [2001] QB 825.

vraagstuk van contractuele aard. Het ging in deze zaak niet om een vraag van voorrang bij faillissement. De partijen hadden zelf gekozen voor het Engelse recht waarbij de zekerheid naar Engels recht geldig was gevestigd. De Engelse rechter kwam tot de conclusie dat het Engelse recht van toepassing was en de zekerheidsnemer de uitbetaling van de verzekering dus kon innen.

12.2.2.3 Duitsland

In het Duitse recht waren de bepalingen over de zekerheden op vorderingen opgenomen in § 33 EGBGB (oud) die sinds 2009 zijn vervangen door de bepalingen uit de Rome – I verordening. Het standpunt in Duitsland is dat § 33 s. 2 EGBGB (dus artikel 14 lid 2 van de Rome – I verordening) de goederenrechtelijke effecten van de zekerheid op een vordering bepaalt.¹¹²⁴ Dit betekent dat de rechtsverhouding tussen het concernonderdeel en de afnemer bepalend is voor de verdere invulling van de zekerheid.¹¹²⁵ Ook lidstaten zoals Spanje en Polen bepalen overigens op dezelfde wijze het toepasselijke recht bij zekerheden op vorderingen. In Frankrijk is de plaats van vestiging van het concernonderdeel bepalend voor het vaststellen van het toepasselijke recht.¹¹²⁶

12.2.3 Europees voorstel toepasselijke recht derdenwerking

12.2.3.1 Is de Rome – I verordening van toepassing?

De Europese Commissie heeft in haar Voorstel verordening derdenwerking rechten op vordering van 12 maart 2018 uitsluitel willen geven over de wijze waarop het toepasselijke recht voor de derdenwerking bij zekerheden op

¹¹²⁴ Zie ook Rakob 2009, p. 120 – 121, Verhagen en Van Dongen 2011, Kronke 2019, Welling – Steffens 2020 of Marco 2021.

¹¹²⁵ BGH 8 december 1998, zaak XI ZR 302/97.

¹¹²⁶ Zie p. 4 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen.

vorderingen moet worden geregeld.¹¹²⁷ Voorafgaand aan dit voorstel was de discussie over de vraag in hoeverre überhaupt op grond van de Rome – I verordening kon worden bepaald wat het toepasselijke recht voor het goederenrechtelijke effect bij zekerheden op vorderingen was. Siegman en Kieninger hebben daarover aangegeven dat de wijze waarop het toepasselijke recht over de goederenrechtelijke vraagstukken wordt bepaald volledig buiten de reikwijdte van de Rome – I verordening valt. Zij wijzen op het rapport van Giuliano en Lagarde waarin is aangegeven dat de Rome – I alleen geldt voor contractuele relaties en dat de goederenrechtelijke vraagstukken niet door de Rome – I verordening worden beheerst.¹¹²⁸ Veder heeft daarentegen gewezen op overweging 38 uit de Rome – I verordening waarin staat dat door gebruikmaking van de term ‘*betrekking*’ in artikel 14 lid 1 van de Rome - I verordening de Europese wetgever wil verduidelijken dat het artikel tevens geldt voor de goederenrechtelijke vraagstukken.¹¹²⁹ In artikel 27 lid 2 Rome – I verordening is aangekondigd dat de Europese Commissie een rapport gaat uitbrengen over de gevolgen van de zekerheid voor derden en de voorrang boven een recht van de zekerheidsnemer op een andere persoon. Volgens Flessner is juist deze evaluatie een argument dat het bepalen van het toepasselijke recht voor het goederenrechtelijke effect van zekerheden op vorderingen buiten de Rome – I verordening valt. De Europese Commissie moet dit vraagstuk volgens hem immers onderzoeken. Toch moet volgens Flessner het toepasselijke recht voor het goederenrechtelijke effect om andere redenen op grond van de Rome – I verordening worden bepaald.¹¹³⁰ De Europese doelstelling is om een interne markt

¹¹²⁷ HvJ van 9 oktober 2019 (C – 548/18) waar het HvJ ook tot de conclusie komt dat de Rome – I verordening niet gaat over derdenwerking bij cessies.

¹¹²⁸ Sigman en Kieninger 2009, p. 46. Zie ook Giuliano en Lagarde 1980, Stevens 2004, p. 213 – 216, Kronke 2019 en Welling – Steffens 2020.

¹¹²⁹ Veder 2009, p. 285 – 287. Zie ook Verhagen en Van Dongen 2011 en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/295 – 299.

¹¹³⁰ Flessner 2011, p. 207 – 210.

te creëren. De lidstaten kunnen dit niet zelf bewerkstelligen. Juist om deze reden heeft de Europese wetgever de mogelijkheid in te grijpen en kan zelf een verwijzingsregel vaststellen over het toepasselijke recht (overweging 43 van de Rome – I verordening). Het goederenrechtelijke effect is onlosmakelijk verbonden met de zekerheid op vorderingen. Als dit buiten de Rome – I verordening zou vallen dan kan dit leiden tot onduidelijkheden en kunnen bovendien geschillen niet aan het HvJ worden voorgelegd.¹¹³¹

Met haar voorstel wil de Europese Commissie de onduidelijkheid over het toepasselijke recht wegnemen. Volgens de Europese Commissie regelt de Rome – I verordening niets over goederenrechtelijke vraagstukken bij zekerheden op vorderingen. In de Rome – I verordening staat alleen op welke wijze het toepasselijke recht voor contractuele relaties moet worden bepaald. Uit artikel 14 lid 1 Rome – I verordening volgt wat het toepasselijke recht is voor de contractuele relatie tussen de zekerheidsnemer en – gever. In artikel 14 leden 2 en 3 Rome – I verordening staat hoe het toepasselijke recht wordt bepaald in de contractuele verhouding tussen zekerheidsnemer en de afnemer respectievelijk het concernonderdeel en de afnemer. Het is, zonder nadere Europese verwijzingsregeling, aan de lidstaten vast te stellen welk recht het goederenrechtelijke effect beheerst. De lidstaten mogen zelf bepalen welk toepasselijk recht regelt i) wat de voorwaarden zijn voor het vestigen van een zekerheid op vorderingen (zoals een eis van registratie of een verplichte mededeling) en ii) op welke wijze de voorrangspositie moet worden bepaald ten opzichte van een tweede zekerheidsnemer respectievelijk de concurrente schuldeisers bij een faillissement.¹¹³² Uit het Europese recht volgen geen uniforme

¹¹³¹ Flessner 2011, p. 218.

¹¹³² Zie p. 9 – 10 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen. Zie De Visser 2018, Welling – Steffens 2018, Kronke 2019, Welling – Steffens 2020, Marco 2021 en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/299 die aangeven dat uit het voorstel onvoldoende duidelijk wordt wat onder de derdenwerking precies wordt verstaan.

conflictrechtsregels voor het vaststellen van het toepasselijke recht voor de derdenwerking voor zekerheden op vorderingen. De Europese Commissie komt nu met een voorstel waarin een nieuwe verwijzingsregel staat, waardoor duidelijkheid komt over het toepasselijke recht voor het goederenrechtelijke effect. De Europese Commissie ziet zich daarbij bevoegd met een dergelijk voorstel te komen, omdat eenduidige conflictrechtsregels op dit terrein nodig zijn voor een goede werking van de interne markt (artikel 81 lid 2 onder c VWEU). Het is wat mij betreft een terechte keuze van de Europese Commissie die duidelijkheid te geven. De discussie over dit onderwerp tussen de lidstaten zoals ik dat hierboven heb geschetst laat zien dat nu onduidelijkheid bestaat. De Europese Commissie neemt met haar voorstel deze onduidelijkheid weg en daarmee onnodige transactiekosten.

12.2.3.2 Voorstel voor toepasselijk recht buiten faillissement

De Europese Commissie stelt als hoofdregel vast dat het toepasselijke recht voor de derdenwerking bij zekerheden op vorderingen moet worden bepaald op grond van het recht van de lidstaat van vestiging van de zekerheidsgever, oftewel het concernonderdeel (*'assignors habitual residence'*).¹¹³³ Volgens de Europese Commissie biedt dit een aantal voordelen.¹¹³⁴ Het is een eenvoudige manier, ook voor toekomstige vorderingen en bulkvorderingen, voor derde partijen het

¹¹³³ Zie p. 18 – 21 en artikel 4 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen. In het voorstel staan twee uitzonderingen, te weten vordering bij kredietinstellingen en vorderingen uit financiële instrumenten. Deze onderwerpen vallen buiten mijn onderzoek en hier ga ik verder niet op in.

¹¹³⁴ Zie p. 15 – 16 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen. Zie ook Sigman en Kieninger 2009, p. 50 en Marco 2021. De Visser 2018 en Bosker 2018 zijn kritischer en geven aan dat het voorstel tot meer onzekerheid kan leiden. Het voorstel van De Visser is om het derdeneffect te regelen door aanpassing van artikel 14 lid 2 Rome – I Verordening waar het toepasselijke recht in de relatie met de betalende debiteur is geregeld. In dit lid zou *'derde partij'* toegevoegd kunnen worden.

toepasselijke recht te lokaliseren. De plaats van vestiging van het concernonderdeel is het enige centrale punt. Bovendien geldt een eenduidig toepasselijk recht als meerdere zekerheidsnemers een zekerheid op dezelfde vorderingen hebben. Tevens sluit het voorstel aan bij internationale conventies zoals opgenomen in de artikelen 22 en 30 van de UN-convention receivables.¹¹³⁵ Hierin staat dat de wijze van voorrang wordt bepaald door de plaats van vestiging van de ‘*assignor*’, oftewel het concernonderdeel. In de VS geldt een vergelijkbare bepaling (§ 9 – 307 UCC). Om de gewone verblijfplaats van het concernonderdeel te bepalen sluit de Europese Commissie aan bij de bepaling zoals omschreven in artikel 19 van de Rome – I verordening.¹¹³⁶ Verhagen¹¹³⁷ heeft eerder al zijn kritiekpunten geuit tegen de keuze voor de plaats van vestiging van het concernonderdeel als bepalende factor voor het toepasselijke recht voor de derdenwerking. Volgens hem kan dit juist leiden tot verwarring en rigiditeit. Als de vorderingen van een concernonderdeel waarop de zekerheden zijn gevestigd bijvoorbeeld worden doorverkocht aan andere partijen dan blijft steeds het recht van de plaats van het concernonderdeel van toepassing. De Europese Commissie heeft hier een oplossing voor. Bij een dergelijke securitisatie van de zekerheden geldt een uitzonderingsregel voor het bepalen van het toepasselijke recht. Bij securitisatie hebben de betrokken partijen de mogelijkheid zelf het toepasselijke recht te kiezen. Op deze manier kunnen de partijen dus zorgen dat op alle

¹¹³⁵ UN-convention on the assignment of receivables in international trade van 2004. Volgens Verhagen 2006 (p. 7) is deze bepaling nog niet door landen geratificeerd en hij hoopt dat dit niet plaats zal vinden. Zie Marco 2021 die aangeeft dat het voorstel niet helemaal aansluit bij de bepalingen van de UN-convention.

¹¹³⁶ Zie p. 18 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen. Zie ook Van Asperen 2018, Welling – Steffens 2018, Welling – Steffens 2020 en Marco 2021 die aangeven dat de Europese Commissie aan zou moeten sluiten bij de definitie van het CVVB zoals bepaald in de EIV.

¹¹³⁷ Verhagen 2006 of Verhagen en Van Dongen 2011.

zekerheden een eenduidig recht van toepassing is.¹¹³⁸ Een ander nadeel waar Verhagen¹¹³⁹ op heeft gewezen is dat de bepaling in de Rome – I verordening over de gewone verblijfplaats van een concernonderdeel tot onduidelijkheden kan leiden, bijvoorbeeld als een onderneming meerdere hoofdkantoren heeft of als een contract wordt uitgevoerd door een vestiging (artikel 19 lid 2 Rome – I verordening). De Europese Commissie heeft echter geëxpliciteerd dat voor het bepalen van de gewone verblijfplaats alleen het centrale bestuurscentrum relevant is en niet de plaats van een vestiging.¹¹⁴⁰ Verder heeft de Europese Commissie een regeling getroffen voor het bepalen van het toepasselijke recht in het geval dat een concernonderdeel de statutaire zetel verplaatst op het moment dat twee zekerheden worden gevestigd. Dat kan als gevolg hebben dat onduidelijkheid over het toepasselijke recht van de zekerheden. Het toepasselijke recht wordt dan bepaald door de lidstaat waar de zekerheid als eerste is gevestigd en aan derden bekend is gemaakt.¹¹⁴¹ Volgens het voorstel van de Europese Commissie beheerst het toepasselijke recht voor het goederenrechtelijke effect voor zekerheden op vorderingen een aantal vraagstukken.¹¹⁴² In het toepasselijke recht staan de vereisten om te waarborgen dat een zekerheid tegenover derden afdwingbaar is, zoals de vormvereisten voor registratie of publicatie. Verder regelt het toepasselijke recht de voorwaarden voor de voorrangspositie van de zekerheidsnemer ten opzichte van onder andere concurrente schuldeisers en een tweede zekerheidsnemer. Voor het Nederlandse internationale privaatrecht heeft het voorstel gevolgen. Zoals ik heb aangegeven hebben in Nederland de

¹¹³⁸ Zie artikel 4 lid 3 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen.

¹¹³⁹ Verhagen 2006 of Verhagen en Van Dongen 2011.

¹¹⁴⁰ Zie p. 18 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen. Zie ook Sigman en Kieninger 2009, p. 70.

¹¹⁴¹ Zie p. 18 en artikel 4 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen.

¹¹⁴² Zie artikel 5 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen.

zekerheidsnemer en -gever een rechtskeuze (artikel 10:135 lid 2 BW). Als het voorstel van de Europese Commissie wordt aangenomen dan vervalt dit.

In de hoofdstukken 10 en 11 ben ik al ingegaan op de wenselijkheid van een vrije rechtskeuze. De Europese Commissie heeft het voorstel van vrije rechtskeuze overwogen, maar deze optie verworpen vanwege rechtsonzekerheid.¹¹⁴³ De rechtsonzekerheid kan ontstaan doordat een rechtskeuze voor derden niet transparant zou zijn. Het probleem hierbij is echter niet zozeer dat een vrije rechtskeuze op zichzelf niet transparant is en daarmee tot rechtsonzekerheid leidt. De rechtsonzekerheid en onduidelijkheden voor derden ontstaan doordat zekerheden op vorderingen niet in alle lidstaten voldoende transparant zijn (zie hoofdstuk 11). Zonder publicatie van een zekerheid weten derden niet dat een zekerheid is gevestigd en al helemaal niet welk recht daarop van toepassing is. Op het moment dat in de EU als norm geldt dat zekerheden moeten worden gepubliceerd in een openbaar register dan vervalt het argument van rechtsonzekerheid bij een vrije rechtskeuze. Uit het register kunnen partijen dan afleiden welk recht van toepassing is. Zolang echter geen Europese regels over publicatie van zekerheden bestaan kan ik het voorstel van de Europese Commissie volgen. De gewone verblijfplaats van een concernonderdeel is dan de meest transparante keuze voor een verwijzingsregel voor het toepasselijke recht. Een derde kan ervan uit gaan dat, voor zover deze überhaupt kan inschatten dat een zekerheid is gevestigd, voor de zekerheden op de vorderingen het recht geldt in de lidstaat van de gewone verblijfplaats van het concernonderdeel.¹¹⁴⁴

¹¹⁴³ Zie p. 14 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen. Zie hierover Verhagen 2011, p. 189 – 192 en Verhagen en Van Dongen 2011 en Welling – Steffens 2020 die pleiten voor een vrije rechtskeuze binnen het zekerhedenrecht.

¹¹⁴⁴ Zie ook Mooney 2017 die als algemene principe pleit voor zoveel mogelijk duidelijkheid voor derden bij het bepalen van het toepasselijke recht.

12.2.3.3 Verschil in materiele wetgeving blijft bestaan: wenselijkheid uniformering van recht

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

Met haar voorstel over het toepasselijke recht neemt de Europese Commissie de materiële verschillen in de voorwaarden in het zekerhedenrecht op vorderingen tussen de lidstaten niet weg. De bank die concernfinanciering beschikbaar stelt heeft nog steeds te maken met de verschillende voorwaarden in het zekerhedenrecht van de lidstaat waar het concernonderdeel is gevestigd en loopt nog steeds aan tegen transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving tussen de lidstaten. Binnen een concern moet de bank, voor zover geen rechtskeuze mogelijk is, voor het vestigen van zekerheden op de vorderingen van elk concernonderdeel rekening houden met de voorwaarden van de lidstaat van de vestiging van elk concernonderdeel.¹¹⁴⁵

In hoofdstuk 10 en 11 ben ik al ingegaan op mogelijke belemmeringen van het vrije verkeer van kapitaal als gevolg van een verschil in wetgeving in het zekerhedenrecht. Als het voorstel van de Europese Commissie zoals ik hierboven heb beschreven wordt aangenomen dan geldt een Europese verwijzingsregel voor het toepasselijke recht. De lidstaten zijn verplicht het recht toe te passen zoals dat volgt uit de Europese verwijzingsregel die in een verordening is vastgelegd. Zo staat in overweging 30 van het voorstel nadrukkelijk dat het toepasselijke recht

¹¹⁴⁵Zie ook Verhagen 2011 over een beschrijving van de verschillen in wetgeving. Hij onderscheidt bij de beschrijving van de verschillen in wetgeving i) mogelijk constitutief vereiste bij het vestigen van een zekerheid, ii) de wijze van bescherming van *bona fide* tweede schuldeisers en iii) gesloten goederenrechtelijke systemen in sommige lidstaten.

zoals een verplichte mededeling aan een afnemer moet bepalen. Als een bank in het VK dus een zekerheid wil vestigen op alle huidige en toekomstige vorderingen van het Nederlandse concernonderdeel moet het Nederlandse recht van toepassing zijn en kan de bank geen ‘*floating charge*’ vestigen. Volgens vaste rechtspraak van het HvJ toetst het HvJ niet aan de bepalingen van het primaire unierecht (zoals de bepalingen over het vrije verkeer van kapitaal) als bepaalde onderwerpen uitputtend in Europese regels zijn geüniformeerd.¹¹⁴⁶ Toch kan het HvJ zich in mijn ogen ondanks een eventuele verordening over een uniforme verwijzingsregel uitlaten over mogelijke belemmeringen van bijvoorbeeld het vrije verkeer van kapitaal die in die in het zekerhedenrecht staan. Het voorstel van de Europese Commissie is niet bedoeld het materiële zekerhedenrecht te uniformeren, maar biedt slechts een uniforme verwijzingsregel. Uit de overwegingen 1 en 3 van het voorstel blijkt daarbij dat de bepalingen over het toepasselijke recht zijn bedoeld voor het goed laten functioneren van de interne markt. De interne markt omvat een ruimte zonder binnengrenzen waarin onder andere het vrije verkeer van kapitaal is gewaarborgd volgens de bepalingen van het verdrag (artikel 26 lid 2 VWEU). Het lijkt mij dat een verordening over het toepasselijke recht niet met zich mee kan brengen dat dit voor een lidstaat een reden kan zijn bepalingen in haar zekerhedenrecht in stand te houden die in strijd zijn met de bepalingen over het vrije verkeer van kapitaal. Dat betekent dat het HvJ ook bij een eventuele toepassing van de verordening over het toepasselijke recht kan oordelen in hoeverre bijvoorbeeld de eis van specificatie in het Nederlandse recht of het constitutieve vereiste van de mededeling aan de afnemer in strijd is met de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal.

In hoofdstuk 11 heb ik uitgewerkt in hoeverre een bank uit het VK een ‘*floating charge*’ kan vestigen op roerende zaken die zich bevinden op het grondgebied van Nederland. Ik ben toen ingegaan op een mogelijke belemmering

¹¹⁴⁶ Zie HvJ van 17 september 2017, zaak C – 6/16 (Eqion SAS en Enka vs. Frankrijk) en HvJ van 27 februari 2019, zaak C-563/17 (Associação Peço a Palavra e.a.).

die voortvloeit uit de voorwaarde in het Nederlandse recht om de onderliggende activa te specificeren en de mate waarin de zekerheid op toekomstige zaken mogelijk is. Hierbij kwam ik tot de conclusie dat een bank uit het VK met het stille pandrecht op een roerende zaak een vergelijkbare zekerheid kan vestigen als een *'floating charge'*. Voor een zekerheid op een vordering geldt in het Nederlandse recht een beperking voor een zekerheid op toekomstige vorderingen. Als eis geldt dat de vorderingen waar het pandrecht op rust voldoende bepaalbaar moet zijn (artikel 3:84 lid 2 jo. 3:98 BW) waarbij in de pandakte zodanige gegevens moeten staan dat, eventueel achteraf, kan worden vastgesteld op welke vordering zekerheden zijn gevestigd. De zekerheid is alleen mogelijk als de vordering waar de zekerheid op rust op het moment van het vestigen van de zekerheid rechtstreeks zal (moeten) worden verkregen uit een reeds bestaande rechtsverhouding (artikel 2:239 lid 1 BW).¹¹⁴⁷ Een bank die in het VK is gevestigd kan daarmee niet een zekerheid op een vordering vestigen die vergelijkbaar is met een *'floating charge'* voor zover deze is bedoeld voor zekerheden op absoluut toekomstige vorderingen. De bank uit het VK heeft dus een minder gunstig controlerecht dan op grond van het Engelse recht. Het is niet uit te sluiten dat de bank om deze reden minder financiering beschikbaar stelt. Daarmee legt de lidstaat Nederland met de eis van specificatie en de beperking op toekomstige zekerheden een belemmering op van het vrije verkeer van kapitaal zoals bedoeld in artikel 63 VWEU.

Mag Nederland deze belemmering tegenwerpen aan een bank uit het VK die een *'floating charge'* wil vestigen op vorderingen in Nederland? De eerste vraag is in hoeverre Nederland een dwingende reden van algemeen belang heeft om deze belemmering op te leggen. Volgens Kleijn is de ratio van de specificatie dat een financier op deze manier niet zomaar alle huidige en toekomstige activa als zekerheid weg kan geven en op deze manier de onderneming te zwaar zou

¹¹⁴⁷ Voor een uitleg zie de Conclusie van de Adv. Gen. van 30 november 2018 (ECLI:NL:PHR:2018:1378) en de HR van 22 februari 2019 (ECLI:NL:HR:2019:268).

belasten.¹¹⁴⁸ Struycken merkt over de eis van specificatie op dat niet bekend is wat de ratio van de voorwaarde is.¹¹⁴⁹ Volgens hem is deze eis vooral een product van een historische ontwikkeling. Een mogelijke rechtvaardiging is volgens hem dat het handelen van een zekerheidsnemer door de eis van specificatie wordt beperkt doordat deze een lijst moet bijhouden van vorderingen die onder de zekerheid vallen. De andere schuldeisers hebben daarmee meer verhaalsmogelijkheden, omdat de zekerheid niet automatisch wordt uitgebreid naar nieuwe en toekomstige activa. De eis van specificatie van activa is een instrument voor de bescherming van de *paritas creditorum*, oftewel het gelijkheidsbeginsel. Zoals ik eerder in dit hoofdstuk al heb aangegeven is het specificeren van de vorderingen waarop de zekerheden zijn gevestigd nodig om, eventueel achteraf, vast te kunnen stellen op welke vorderingen zekerheden zijn gevestigd.¹¹⁵⁰ In hoofdstuk 11 heb ik daarbij aangegeven dat het registreren van dergelijke lijsten bij de fiscus vooral een bewijsfunctie heeft met als doel dat antedateren van het vestigen van een zekerheid niet mogelijk is. De lijsten zijn daarmee een middel om vast te stellen wanneer de zekerheden zijn gevestigd en kunnen nodig zijn vast te stellen wat bestaande en absoluut toekomstige vorderingen zijn. Ik heb in dit hoofdstuk al aangegeven dat het in Nederland niet mogelijk is om een stil pandrecht op een absoluut toekomstige vordering te vestigen.¹¹⁵¹ Het is aan Nederland om te bepalen in hoeverre een absolute toekomstige vorderingen tot de failliete boedel behoren. De dwingende reden van algemeen belang is het beschermen van de vorderingen van

¹¹⁴⁸ Zie de noot bij HR van 20 september 2002 (Mulder/Rabobank), m. nt. W.M. Kleijn.

¹¹⁴⁹ Struycken 1998. Zie ook Schuijling, *Levering en verpanding (O&R nr. 90)* 2016/5.3.5.4. die aangeeft dat de beperkingen voor zekerheden op absoluut toekomstige vorderingen vooral bedoeld is geweest om de status quo te handhaven.

¹¹⁵⁰ HR van 20 september 2002 (Mulder/Rabobank), m. nt. W.M. Kleijn. Volgens Verheul en Verstijlen 2016 is de betekenis van het individualiseringsbeginsel in Nederland verassend gering.

¹¹⁵¹ Voor een uitleg zie de Conclusie van de Adv. Gen. van 30 november 2018 (ECLI:NL:PHR:2018:1378).

de concurrente vorderingen.¹¹⁵² Door bepaalde beperkingen op te leggen aan een stil pandrecht op een absoluut toekomstige vordering kan een wetgever bepalen dat de absoluut toekomstige vorderingen onder bepaalde voorwaarden beschikbaar moeten blijven voor de concurrente schuldeisers. Het bijhouden van bepaalde lijsten van vorderingen waarop zekerheden rusten kunnen daarbij een geschikte en proportionele methode zijn om vast te stellen wat toekomstige vorderingen zijn. Schuijling¹¹⁵³ is kritisch. Volgens hem zijn de beperkingen omtrent zekerheden op absoluut toekomstige vorderingen een tandeloze tijger. Een bank kan namelijk met een verzamelpandakte al vrij makkelijk dagelijks een pandrecht op een bestaande vordering vestigen. Bovendien is een zekerheidsrecht op absoluut toekomstige goederen volgens hem al mogelijk. De beperking zou volgens hem net zo goed kunnen worden geschrapt. Daartegenover moet volgens Schuijling wel een goede regeling voor derdenbescherming komen te staan, omdat het voor derden nu moeilijk is vast te stellen op welke wijze toekomstige vorderingen zijn bezwaard. Dit is een verschil met de ‘*floating charge*’ waarvoor registratieverplichtingen gelden (zie hoofdstuk 10).

Het bovenstaande komt erop neer dat een lidstaat mag bepalen onder welke voorwaarden een stille zekerheid mogelijk is op absoluut toekomstige vorderingen waarbij de lidstaat eisen kan stellen aan het specificeren van de vorderingen waarop een zekerheid rust. Dit betekent dat een bank uit het VK geen ‘*floating charge*’ kan vestigen op vorderingen in Nederland voor zover de stille zekerheid is gevestigd op absoluut toekomstige vorderingen. Het is een keuze van een lidstaat om stille zekerheden op absoluut toekomstige vorderingen te beperken. Daarbij zie ik geen reden voor de Europese wetgever om met uniforme regels te komen over zekerheden op toekomstige vorderingen. Dat zou immers betekenen dat de Europese wetgever gaat bepalen in welke mate absoluut toekomstige vorderingen beschikbaar moeten zijn voor zekerheidsnemers in plaats van concurrente

¹¹⁵² Zie ook Schuijling, *Levering en verpanding* (O&R nr. 90) 2016/5.3.3.

¹¹⁵³ Schuijling, *Levering en verpanding* (O&R nr. 90) 2016/5.3.3. en 5.3.5.4.

schuldeisers. Dit zou ook stuiten op artikel 345 VWEU. Ik verwijs naar mijn besprekingen in de hoofdstukken 10 en 11 over de beperking die uit artikel 345 VWEU voortvloeit. Dit betekent dat een verschil in wetgeving bij het vestigen van zekerheden op vorderingen en de daarmee gepaard gaande transactiekosten zullen blijven bestaan.

12.2.3.4 Toepasselijk recht bij faillissement

Bij faillissement van een concernonderdeel wordt het toepasselijke recht bepaald op grond van de bepalingen uit het EIV. Zoals ik in hoofdstuk 9 heb uitgelegd is voor het bepalen van het toepasselijke recht de plaats van het centrum van voornaamste belangen (hierna: CVVB) bepalend. Dat betekent dat het toepasselijke recht van toepassing is van de lidstaat waar de statutaire zetel van het concernonderdeel is geregeld, tenzij het tegendeel is bewezen. Het toepasselijke recht bepaalt onder andere wat tot de failliete boedel hoort en voor wiens rekening de kosten en uitgaven van een insolventieprocedure zijn (artikel 7 EIV). De opening van een insolventieprocedure laat echter onverlet het zakelijk recht van een schuldeiser (bijvoorbeeld de bank) op bepaalde en onbepaalde goederen die toebehoren aan het concernonderdeel als schuldenaar die zich op het tijdstip waarop de procedure is geopend op het grondgebied van een andere lidstaat bevinden (artikel 8 lid 1 EIV). De vestiging, geldigheid en draagwijdte van de zakelijke rechten moeten worden bepaald door het recht van de lidstaat waar de goederen zijn gelegen en de houder van een zakelijk recht moet kunnen handelen alsof de hoofdprocedure niet is geopend (overweging 68 EIV). Onder dergelijke zakelijke rechten valt ook een exclusief recht een vordering te innen, zoals een zekerheid op een vordering (artikel 8 lid 2 onder b EIV). In artikel 2 lid 9 EIV is uitgewerkt in welke lidstaat een goed zich bevindt. Als het gaat om een recht dat een eigenaar of rechthebbende laat inschrijven in een register dan bevindt een zekerheid op een vordering zich in de lidstaat onder wiens autoriteit dat register wordt aangehouden (artikel 2 lid 9 onder iv EIV). Een *'floating charge'* die is

gevestigd op vorderingen in het VK bevindt zich dus in het VK. Een schuldvordering jegens derden waarvoor geen registratieplicht geldt bevindt zich in de lidstaat van het centrum van voornaamste belangen van de derde-schuldenaar (artikel 9 lid 2 onder viii EIV). Dit geldt bijvoorbeeld voor een pandrecht op een vordering naar Nederlands recht. Stel dat voor het Duitse concernonderdeel een insolventieprocedure is geopend en de bank een zekerheid heeft gevestigd op de vordering op een afnemer die in Nederland is gevestigd. Het te verpanden goed bevindt zich in Nederland. Op grond van het Nederlandse recht moet worden bepaald welk recht van toepassing is (artikel 10:135 BW). Als het Nederlandse recht van toepassing is dan kan de zekerheidsnemer het zekerheidsrecht op grond van het Nederlandse recht executeren. Als het Duitse recht van toepassing is dan kan de zekerheidsnemer uiteraard de zekerheid op grond van het Duitse recht executeren. Als het voorstel van de Europese Commissie over het toepasselijke recht is aangenomen dan geldt in dit voorbeeld het Duitse zekerhedenrecht. Het toepasselijke recht van de zekerheid op de vordering wordt dan immers bepaald door de gewone verblijfplaats van het Duitse concernonderdeel. Het voorstel van de Europese Commissie brengt daarmee met zich mee dat het faillissements- en zekerhedenrecht van de gewone verblijfplaats van het concernonderdeel van toepassing is. Volgens de Europese Commissie komt het begrip van het CVVB uit de EIV ook nagenoeg overeen met het begrip van de vestiging van het concernonderdeel zoals opgenomen in het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen.¹¹⁵⁴

¹¹⁵⁴ Zie p. 18 van het Voorstel verordening derdenwerking rechten op vorderingen.

12.3 Kasstromen binnen een concern: verrekening en netting

12.3.1 Verrekening

12.3.1.1 Rechtseconomische redenen voor verrekening

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

Het uitgangspunt in mijn onderzoek is dat elk concernonderdeel rechtsverhoudingen met andere partijen aangaat, bijvoorbeeld een leverancier. De leverancier krijgt een vorderingsrecht op het concernonderdeel. De leverancier levert goederen of diensten (gebruikersrechten) waarvoor het concernonderdeel aan de leverancier moet betalen (inkomensrechten). Het concernonderdeel kan eveneens een vorderingsrecht bij de leverancier hebben uitstaan, bijvoorbeeld vanwege retournering van bepaalde goederen of vanwege onrechtmatig handelen van de leverancier. Dit betekent dat het concernonderdeel en de leverancier over en weer vorderingsrechten kunnen hebben. Daarnaast kunnen de concernonderdelen onderling vorderingen op elkaar hebben, bijvoorbeeld omdat de concernonderdelen over en weer aan elkaar leveren. Een manier om transactiekosten bij de afhandeling van de onderlinge vorderingsrechten te verlagen is door verrekening. Het rechtsgevolg van verrekening is dat de onderlinge en vergelijkbare vorderingsrechten tussen twee partijen wegvallen en het saldo als enige vorderingsrecht overblijft.¹¹⁵⁵ Dit leidt tot een verlaging van transactiekosten, omdat de partijen niet elke vordering afzonderlijk hoeven af te

¹¹⁵⁵ Zie bijvoorbeeld Rank en Silverentand 2010, Haag 2010, Annets 2010, Goode en Gullifer 2017, p 305 e.v. of Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019/1, Schuijling en Koolen 2021, Asser/Sieburgh 6-II 2021/220.

wikkelen. Faber¹¹⁵⁶ noemt dit de betalingsfunctie van verrekening. Daarnaast wijst Faber nog op de zekerheidsfunctie. Dit komt bij faillissement duidelijk naar voren. Bij verrekening hoeft een schuldeiser alleen het saldo op de failliete boedel te verhalen. Zonder verrekening moeten beide partij alle afzonderlijke vorderingen afwikkelen. De leverancier moet eerst zijn of haar eigen prestatie leveren ongeacht een eventueel faillissement van de andere partij. Het vorderingsrecht van de schuldeiser op de failliet is een concurrente vordering in het faillissement waarvan het maar de vraag is of deze kan worden voldaan. De curator kan de vordering van de failliet op de schuldeiser innen. De curator kan de betaling aan het failliete concernonderdeel gebruiken om andere concurrente schuldeisers te kunnen betalen, waaronder de vordering van de leverancier. Een mogelijkheid tot verrekening bij faillissement lost dit probleem op. Dahuisen en Wood¹¹⁵⁷ geven als randvoorwaarde bij een dergelijke verrekening aan dat de schuldeiser uit eigen beweging moet kunnen beslissen over verrekening en niet afhankelijk moet zijn van de toestemming van de curator. Anders is een schuldeiser die wil verrekenen na faillissement afhankelijk van het standpunt van de curator met als risico dat deze niet wil meewerken. Het risico voor een schuldeiser valt lager uit als bij faillissement de verrekening van rechtswege plaats vindt.¹¹⁵⁸

Een verrekening bij een faillissement heeft gevolgen voor concurrente schuldeisers die niet kunnen verrekenen. De vordering van de schuldeiser die verrekend wordt immers met een vorm van voorrang voldaan door het wegstrepen van vordering die de failliete schuldenaar nog aan deze schuldeiser moet voldoen. De concurrente schuldeisers kunnen niet beschikken over het geld dat deze schuldeiser eigenlijk aan de failliete schuldenaar moet betalen. Een verrekening betekent dat het risico voor schuldeisers die kunnen verrekenen lager wordt ten koste van de andere concurrente schuldeisers. Het risico (transactiekosten) voor de

¹¹⁵⁶ Faber 2005, p. 1. Zie ook Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019/1.

¹¹⁵⁷ Dalhuisen 2007, p. 483 e.v. en Wood 1994, p. 4.

¹¹⁵⁸ Dalhuisen 2007, p. 483 e.v.

leverancier neemt af en het risico voor de concurrente schuldeisers neemt toe. Faber¹¹⁵⁹ geeft aan dat de billijkheidsgedachte hieraan ten grondslag ligt. Het zou niet billijk zijn dat een schuldeiser eerst zelf de vordering aan een failliet moet betalen terwijl hij slechts een gedeelte van zijn eigen vordering terugkrijgt. De zekerheidsfunctie van verrekening moet bij faillissement volgens Faber prevaleren.

In alle landen die in mijn onderzoek centraal staan zijn mogelijkheden tot verrekening waarbij partijen onderling contractuele afspraken kunnen maken over de wijze van verrekening. Verder gelden in alle landen regels bij verrekening na een faillissement. In de volgende paragraaf beschrijf ik in het kort de regelingen uit de verschillende landen.

12.3.1.2 Voorwaarden in de landen

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

12.3.1.2.1 Nederland

In Nederland kunnen partijen tot verrekening overgaan als een bevoegde schuldenaar aan de schuldeiser verklaart dat hij zijn schuld met een vordering van de schuldenaar verrekent.¹¹⁶⁰ Verrekening vindt dus niet van rechtswege plaats, maar alleen als één van de partijen daar expliciet om verzoekt. Het gevolg van de

¹¹⁵⁹ Faber 2005, p. 453. Zie ook Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019/36 e.v. over verrekening bij faillissement.

¹¹⁶⁰ Zie voor een beschrijving Faber 2005, Rank en Silverentand 2010, p. 315 – 329 of Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019.

verrekening is dat beide vorderingen tot hun gezamenlijke beloop tenietgaan met terugwerkende kracht tot het tijdstip waarop de bevoegdheid tot verrekening is ontstaan (artikel 6:127 lid 1 en 6:129 lid 1 BW). Verrekening kan alleen als een schuldeiser bevoegd is te verrekenen. Dit gaat op als de schuldeiser bevoegd is tot betaling van de schuld en tot het afdwingen van de betaling van de vordering op het concernonderdeel. Een andere voorwaarde is dat de onderlinge vorderingen aan elkaar moeten beantwoorden (6:127 lid 2 BW).¹¹⁶¹ Verrekening is ook mogelijk als op een vordering een zekerheid is gevestigd (artikel 6:130 BW). Als het Nederlandse concernonderdeel zekerheden heeft laten vestigen op de vorderingen van de afnemers dan mag de afnemer nog steeds een tegenvordering die zij op het concernonderdeel verrekenen. De voorwaarde is wel dat de tegenvordering uit dezelfde rechtsverhouding voortvloeit als de vordering waarop de zekerheid is gevestigd (artikel 6:130 lid 1 BW). Dat betekent dat de te verrekenen vorderingen voldoende met elkaar samen moeten hangen.¹¹⁶² Verder is verrekening bij een zekerheid op een vordering mogelijk als de tegenvordering voor het vestigen van de zekerheid aan de afnemer is ontstaan en opeisbaar geworden (artikel 6:130 lid 1 BW).¹¹⁶³ De partijen kunnen zelf afspraken maken om de mogelijkheden van verrekening in te perken of te verruimen.¹¹⁶⁴ In Nederland kan een schuldeiser bij faillissement zijn schuld met zijn vordering op de gefailleerde verrekenen als de schuld en de vordering zijn ontstaan voor de faillietverklaring of voortvloeien uit handelingen die voor de faillietverklaring met de gefailleerde zijn verricht (artikel 53 Fw). De verrekening vindt niet van

¹¹⁶¹ Winter 1992, p. 71. Hij wijst erop dat de schulden in dezelfde valuta moeten luiden, omdat de vorderingen anders niet aan elkaar beantwoorden. Vorderingen in Euro's zijn niet te verrekenen met vorderingen in Engelse ponden of Amerikaanse dollars. Zie ook Schuijling, *Verrekening* (*Mon. BW nr. B40*) 2019/12.

¹¹⁶² Schuijling, *Verrekening* (*Mon. BW nr. B40*) 2019/10 en Asser/Sieburgh 6-II 2021/226.

¹¹⁶³ Zie Schuijling, *Verrekening* (*Mon. BW nr. B40*) 2019/17 en Asser/Sieburgh 6-II 2021/227 – 228.

¹¹⁶⁴ Zie Rank en Silverentand 2010, Schuijling, *Verrekening* (*Mon. BW nr. B40*) 2019/57 en Asser/Sieburgh 6-II 2021/223.

rechtswege plaats. Verrekening is ook mogelijk voor vorderingen die nog niet opeisbaar zijn.¹¹⁶⁵ Een partij kan eveneens verrekenen als hierover voorafgaand aan het faillissement contractuele afspraken zijn gemaakt, bijvoorbeeld als partijen hebben afgesproken vorderingen met elkaar te verrekenen die niet wederkerig zijn.¹¹⁶⁶

12.3.1.2.2 Duitsland

De Duitse regeling van verrekening is vergelijkbaar met die in Nederland waarbij partijen hun vorderingen ‘*die ihrem Gegenstand nach gleichartig sind*’ op grond van een verklaring als ‘*erloschen gelten*’ (§§ 387 – 389 BGB). Daarnaast is het partijen toegestaan om contractueel afspraken te maken over verrekeningen. De partijen kunnen daarbij de mogelijkheden om te verrekenen uitbreiden of inperken. Partijen kunnen bijvoorbeeld afspreken tot verrekening over te gaan voor vorderingen die niet vergelijkbaar zijn.¹¹⁶⁷ In Duitsland blijft het recht tot verrekening bij faillissement bestaan (§§ 94 - 96 InsO) waarbij de vorderingen niet opeisbaar hoeven te zijn.¹¹⁶⁸ Ook contractueel afgesproken mogelijkheden tot verrekening, bijvoorbeeld bij verrekening van niet vergelijkbare vorderingen zijn na faillissement mogelijk.¹¹⁶⁹ Dit geldt niet voor zogenoemde afspraken tot een verrekening binnen een concern op grond van een zogenoemde ‘*netting – clause*’ waarbij alle vorderingen van alle onderlinge concernonderdelen periodiek (bijvoorbeeld dagelijks) met elkaar worden verrekend. Ik kom later in dit

¹¹⁶⁵ Mon. Privaatrecht 2 (Buchem – Spapens/Pouw) 2013 of Schuijling, *Verrekening* (Mon. BW nr. B40) 2019/42.

¹¹⁶⁶ HR van 15 november 2019 (ECLI:NL:HR:2019:1789). Zie ook Schuijling en Koolen 2020.

¹¹⁶⁷ Zie Haag 2010.

¹¹⁶⁸ Dalhuisen 2007, p. 498.

¹¹⁶⁹ Zie Haag 2010, p. 204 – 205.

hoofdstuk op ‘*netting*’ terug. Dergelijke vormen van verrekening zijn na een verklaring van faillissement niet meer mogelijk.¹¹⁷⁰

12.3.1.2.3 Verenigd Koninkrijk

In het VK is verrekening een manier om onderlinge vorderingen (‘*cross – claims*’) tegen elkaar weg te strepen zodat de partijen alleen hoeven te procederen over het saldo. Er zijn verschillende vormen van verrekening.¹¹⁷¹ In de eerste plaats is verrekening mogelijk als beide vorderingen ‘*closely connected*’ zijn. Goode en Gullifer beschrijven dit als een vorm van ‘*transaction set – off*’.¹¹⁷² Andere voorwaarden zijn dat de verrekening plaats moet vinden bij niet-betaling van een geldbedrag en er moet sprake zijn van wederkerigheid. Een tweede mogelijkheid is verrekening via een rekening – courant verhouding. Een derde mogelijkheid is als partijen contractuele afspraken over verrekening hebben gemaakt. Een vierde vorm is een ‘*independent set – off*’ dat in het Engelse recht vooral van belang is in rechtelijke procedures. In de zaak *Stein v. Blake*¹¹⁷³ heeft de Engelse rechter de procedurele bepalingen over de verrekening uiteen gezet als: ‘*Legal setoff does not affect the substantive rights of the parties against each other, at any rate until both causes of action have been merged in a judgment of the court. It addresses questions of procedure and cash-flow. As a matter of procedure, it enables a defendant to require his cross-claim (even if based upon a wholly different subject-matter) be tried together with the plaintiff’s claim instead of having to be the subject of a separate action. In this way it ensures that judgment will be given simultaneously on claim and cross-claim and thereby relieves the defendant from having to find the cash to satisfy a judgment in favor of the plaintiff before his*

¹¹⁷⁰ Zie Haag 2010. P. 205.

¹¹⁷¹ Zie Goode en Gullifer 2017, p 307 – 309 voor een overzicht.

¹¹⁷² Goode en Gullifer 2017, p 308. Zie ook Annets 2010 die opmerkt dat een verrekening niet als ‘*charge*’ wordt gezien en dus niet hoeft te worden geregistreerd.

¹¹⁷³ *Stein v. Blake* [1995] 2 WLR 710.

cross-claim has been determined. Legal set-off is confined to debts which at the time when the defense of set-off is filed were due and payable and either liquidated or in sums capable of ascertainment without valuation or estimation.' Verrekening kan op grond van Rule 16.6 Civil Procedural Rules waarbij de vorderingen opeisbaar en betaalbaar moeten zijn. Dit staat bekend als *'defence set off'*.¹¹⁷⁴ Daarnaast kunnen partijen contractueel afspraken maken over verrekening. Een laatste vorm is de verrekening bij faillissement waarbij geldt dat een schuldeiser alleen het saldo hoeft te bewijzen (s. 323 Insolvency Act 1986 voor *'administration'* en Rule 4.90 Insolvency rules 1986 voor *'liquidation'*).¹¹⁷⁵ De verrekening kan dan plaatsvinden onder de voorwaarden zoals bedoeld in 4.24 en 4.25 Insolvency (England and Wales) Rules 2016.

12.3.1.2.4 Verenigde Staten

In de VS bepaalt elke staat afzonderlijk de mogelijkheden tot verrekening. In de VS is dus geen federale wetgeving over verrekening waarbij verrekening over het algemeen zonder tussenkomst van de rechter mogelijk is. Een voorwaarde is in ieder geval dat de vorderingen opeisbaar en vergelijkbaar zijn.¹¹⁷⁶ Verrekening vindt niet van rechtswege plaats, maar altijd op grond van een wilsuiting van één van de partijen. Verder hebben de partijen de mogelijkheden om contractueel afspraken te maken over verrekening.¹¹⁷⁷ De Bankruptcy Code kent geen bepalingen over verrekening na faillissement.¹¹⁷⁸ In de VS heeft het faillissement

¹¹⁷⁴ Zie Annets 2010, p. 159 en Goode en Gullifer 2017, p 327 – 330 voor de voorwaarden van deze vorm van verrekening.

¹¹⁷⁵ Stein v. Blake [1995] 2 WLR 710. Wood 1994, p. 16 noemt de Engelse verrekening bij faillissement voortvloeit uit *'a vast body of highly predictable and well-settled case law.'*

¹¹⁷⁶ Dalhuisen 2007, p. 497 en Cohn 2010, p. 535 – 536.

¹¹⁷⁷ Zie Cohn 2010, p. 536 die nog aangeeft dat de mogelijkheid tot verrekening niet wordt gezien als een zekerheid op grond van Chapter 9 UCC.

¹¹⁷⁸ Zie Cohn 2010, p. 537.

geen gevolgen voor het recht tot verrekening op grond van statelijke wetgeving (s. 553 Bankruptcy Code). Met deze regeling wordt de statelijke mogelijkheden tot verrekening bevestigd mits de verrekening heeft plaatsgevonden 90 dagen voor de faillissementsverklaring.¹¹⁷⁹ Het faillissement brengt wel mee dat de mogelijkheden tot verrekening worden bevroren vanwege een ‘*automatic stay*’ (s. 362 (a) (7) Bankruptcy Code). In hoofdstuk 9 ben ik ingegaan op de ‘*automatic stay*’.

12.3.1.3 Verschillen in recht: toepasselijk recht en uniformering

12.3.1.3.1 Toepasselijk recht

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?

Zolang geen Europese regeling voor verrekening bestaat staan in de Rome – I verordening de bepalingen over het toepasselijke recht. Het toepasselijke recht bij wettelijke vormen van verrekening wordt beheerst door het recht dat op de hoofdvordering van toepassing is (artikel 17 Rome – I verordening). Als een leverancier uit bijvoorbeeld Duitsland zijn of haar hoofdvordering op het concernonderdeel wil verrekenen dan geldt het recht dat op deze vordering van toepassing is. In het toepasselijke recht staan de voorwaarden voor verrekening.¹¹⁸⁰

Voor verrekening binnen faillissement gelden de bepalingen van de EIV. Het recht van de lidstaat waar de hoofdprocedure is geopend bepaalt in hoeverre vorderingen in faillissement ingevolge verrekening gedeeltelijk zijn voldaan (artikel 7 lid 2 onder i EIV). Bij het faillissement van een concernonderdeel gelden dus de mogelijkheden tot verrekening zoals dat volgt uit het faillissementsrecht van het centrum van voornaamste belangen van het concernonderdeel zelf. Het

¹¹⁷⁹ Dalhuisen 2007, p. 497.

¹¹⁸⁰ Zie Strikwerda 2010, p. 149. Volgens hem bepaalt het toepasselijke recht in hoeverre de tegenvordering teniet gaat.

toepasselijke faillissementsrecht laat een rechtsgeldig recht tot verrekening van een schuldeiser echter onverlet (artikel 9 lid 1 EIV). Het gaat hier alleen om het recht tot verrekening voor wederzijdse schulden die zijn ontstaan voordat een faillissementsprocedure is geopend.¹¹⁸¹ Als in de lidstaat waar de hoofdprocedure is geopend verrekening dus niet mogelijk is dan vervalt het recht van een schuldeiser te verrekenen niet als deze schuldeiser wel kan verrekenen op grond van het recht dat op grond van de artikel 17 Rome – I verordening op de te verrekenen vordering van toepassing is.¹¹⁸² Het gaat om de mogelijkheden van verrekening die gelden in het faillissementsrecht van die lidstaat.¹¹⁸³ Een leverancier uit een andere lidstaat loopt dus niet het risico dat deze een recht op verrekening na faillissement verliest.

De hoofdregel bij faillissement is dat de mogelijkheden van verrekening gelden zoals die gelden in het faillissementsrecht van het centrum van voornaamste belangen van een concernonderdeel. In hoofdstuk 9 ben ik ingegaan op de gevolgen van de faillissementen in een concern waarbij de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. Het faillissement van het ene concernonderdeel leidt tot het faillissement van een ander concernonderdeel. De afwikkeling van het faillissement van elk concernonderdeel vindt plaats in de lidstaat van vestiging van dat concernonderdeel op grond van het toepasselijke recht van die lidstaat. In hoofdstuk 9 heb ik al aangegeven dat voor de afwikkeling van een faillissement van een concern waarbij de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar ook een eenduidig faillissementsrecht zou moeten gelden. Op deze manier zou ook de wettelijke verrekening van de onderlinge vorderingen van elk concernonderdeel op grond van dit faillissementsrecht kunnen worden

¹¹⁸¹ Zie Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40) 2019/70* en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/704.

¹¹⁸² Zie Rank en Silvertand 2010, p. 322, Annets 2010, p. 169, Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40) 2019 /70* en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/702 e.v.

¹¹⁸³ Zie Asser/Kramer & Verhagen 10-III, 2022/705.

afgewikkeld. Verder ben ik in hoofdstuk 9 ingegaan op de wenselijkheid van een ‘*automatic stay*’ zoals dat ook in de VS geldt. Net als in de VS zou deze ‘*automatic stay*’ ook voor verrekening bij faillissement kunnen gelden.

12.3.1.3.2 Rechtskeuze en uniform recht bij verrekening

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre kunnen partijen met een vrije rechtskeuze de transactiekosten vanwege een verschil in recht verdelen?
- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

De verschillen tussen de landen komen vooral tot uiting in i) de mate waarin verrekening van rechtswege plaatsvindt (bijvoorbeeld in Frankrijk) of een stelsel waarbij voor verrekening een verklaring nodig is van degene die tot verrekening over wil gaan (zoals in Nederland en Duitsland) en ii) de terugwerkende kracht van verrekening.¹¹⁸⁴ Een argument voor een stelsel van verrekening door verklaring is dat een dergelijk rechtsstelsel de partijen dwingt duidelijkheid over de verrekening te geven.¹¹⁸⁵ Door een verklaring wordt een verrekening transparant en expliciet. Een voordeel van een stelsel waar verrekening van rechtswege plaatsvindt is dat degene die verrekent niet afhankelijk is van het handelen van de andere en dat deze geen handeling hoeft te verrichten voor het verrekenen. De voorwaarde van de terugwerkende kracht kan bedoeld zijn om op deze wijze aan te sluiten bij een stelsel waarbij verrekening van rechtswege plaatsvindt.¹¹⁸⁶ Door de terugwerkende kracht vinden de gevolgen van de verrekening plaats op hetzelfde moment als bij verrekening van rechtswege. De verschillende stelsels

¹¹⁸⁴ Zie Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019 en Asser/Sieburgh 6-II 2021/222.

¹¹⁸⁵ Zie Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019 en Asser/Sieburgh 6-II 2021/222.

¹¹⁸⁶ Zie Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019/30 en Asser/Sieburgh 6-II 2021/230.

van verrekening lijken materieel hetzelfde effect te hebben.¹¹⁸⁷ Dat betekent dat de verschillende lidstaten bij verrekening geen belemmeringen opleggen in het vrije verkeer van kapitaal of goederen. De verrekening is in alle lidstaten mogelijk. Alleen de wijze waarop verrekend wordt kan verschillen.

Toch lopen partijen die in verschillende lidstaten zijn gevestigd aan tegen transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving. De wettelijke regeling van verrekening is echter veelal van regelend recht waarbij partijen zelf de mogelijkheid hebben aanvullende of beperkende afspraken over verrekening te maken. De bepalingen over verrekening hebben geen dwingend karakter. De partijen kunnen dus zelf al kiezen voor een eenduidig toepasselijk recht voor de verrekening van alle vorderingen. De moeder kan bijvoorbeeld in haar algemene voorwaarden opnemen dat bij verrekening van een vordering met een leverancier op een concernonderdeel altijd het recht van toepassing is van de lidstaat van vestiging. De partijen kunnen met een vrije rechtskeuze bij verrekening al kiezen de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving te verdelen.¹¹⁸⁸ Een uniforme Europese regeling voor verrekening is eveneens een mogelijkheid om de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving weg te nemen. De Europese wetgever kan kiezen voor een regeling voor verrekening buiten faillissement die in de plaats treedt van de nationale wettelijke regelingen van verrekening.¹¹⁸⁹ Aangezien de regelingen voor verrekening uit de verschillende lidstaten materieel hetzelfde effect lijken te sorteren zal een uniforme regeling geen partijen benadelen (Pareto – efficiënt; zie hoofdstuk 2).

¹¹⁸⁷ Faber 2005, p. 136.

¹¹⁸⁸ Zie Schuijling, *Verrekening* (Mon. BW nr. B40) 2019/68 – 69 en Asser/Kramer & Verhagen 10-III, 2022/698.

¹¹⁸⁹ De lidstaten zouden bij een uniforme regeling nog wel de mogelijkheid kunnen hebben om te bepalen dat sommige vorderingen niet voor verrekening vatbaar zijn (zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III, 2022/699).

12.3.2 ‘*Netting*’ als methodiek van contractuele verrekening

De concernonderdelen kunnen tevens vorderingen ten opzichte van elkaar hebben waarbij de vorderingen en schulden niet tussen dezelfde partijen bestaan. Voor dergelijke vorderingen tussen meer dan twee concernonderdelen is de wettelijke regeling van verrekening niet toepasselijk. Binnen een concern kan echter wel de wens bestaan om alle vorderingen die de concernonderdelen over en weer jegens elkaar hebben geconsolideerd met elkaar te salderen. Dit kan met systemen van ‘*netting*’.¹¹⁹⁰ Dit komt neer op het wegstrepen van onderlinge vorderingen met als gevolg dat de concernonderdelen alleen de overgebleven saldi hoeven te betalen. De ‘*netting*’ kan worden toegepast als verrekening op grond van de wet niet mogelijk is. Dat wil zeggen dat daarvoor de overeenstemming van alle betrokken concernonderdelen nodig is. Met een systeem van ‘*netting*’ kan een concern transactiekosten verlagen, omdat binnen de concernonderdelen minder betalingen hoeven plaats te vinden. Het voorkomt bijvoorbeeld ook dat concernonderdelen met een negatief saldo een relatief hoge creditrente op hun uitstaande schulden moeten betalen. De uitstaande schulden vallen immers weg tegenover vorderingen die een concernonderdeel heeft.

De saldering vindt bij ‘*netting*’ plaats op contractuele basis in plaats van verrekening op grond van de wet. Het gevolg hiervan is dat de onderliggende vorderingen door ‘*netting*’ in principe blijven bestaan en niet van rechtswege vervallen. Als partijen wel willen de onderlinge vorderingen teniet te laten doen door de ‘*netting*’ dan moeten de partijen dit expliciet contractueel afspreken. Verschillende vormen van ‘*netting*’ zijn mogelijk.¹¹⁹¹ Zo is er een systeem van ‘*netting*’ waarbij de concernonderdelen periodiek aan een ‘*netting centrum*’

¹¹⁹⁰ Winter 1992, p. 73 – 79 e.v., Goode en Gullifer 2018, p. 313 – 319, Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019/64.

¹¹⁹¹ Winter 1992, p. 73 – 79 e.v., Goode en Gullifer 2018, p. 313 – 319, Schuijling, *Verrekening (Mon. BW nr. B40)* 2019/64.

(bijvoorbeeld de moeder of een aparte rechtspersoon) moeten melden welke vorderingen zij hebben op andere concernonderdelen. Het ‘*netting centrum*’ rekent de betalingssaldi per concernonderdeel vervolgens uit. Het concernonderdeel met een negatief saldo moet aan het ‘*netting centrum*’ betalen en het ‘*netting centrum*’ betaalt aan het concernonderdeel met een positief saldo. De concernonderdelen kunnen daarbij een vorm van ‘*novation*’ of ‘*obligation netting*’ afspreken. Dit betekent dat de concernonderdelen afspreken dat hun oorspronkelijke vorderingen komen te vervallen, maar dat zij een betalingsverplichting van het saldo aan het ‘*netting centrum*’ hebben of dat het ‘*netting centrum*’ juist aan een concernonderdeel moet betalen.

De ‘*netting*’-overeenkomst is een overeenkomst waarin concernonderdelen afspraken maken over de wijze waarop zij hun onderlinge vorderingen en schulden afwikkelen. Op grond van de Rome – I verordening hebben de concernonderdelen de mogelijkheid om het toepasselijke recht te kiezen dat de overeenkomsten tot *netting* beheerst. Voor verrekening binnen faillissement gelden de bepalingen van de EIV. Net als bij verrekening geldt het recht van de lidstaat waar de hoofdprocedure is geopend en dit recht bepaalt in hoeverre vorderingen in faillissement ingevolge verrekening gedeeltelijk zijn voldaan (artikel 7 lid 2 onder i EIV). De uitzondering van artikel 9 lid 1 EIV geldt tevens voor contractuele vormen van verrekening. Ook als contractuele bepalingen in strijd zijn met het toepasselijke faillissementsrecht dan kunnen de partijen zich alsnog beroepen op de contractuele mogelijkheden tot verrekening.¹¹⁹² Voor het overige verwijs ik naar mijn besprekingen over de wettelijke regeling van verrekening.

¹¹⁹² Zie Asser/Kramer & Verhagen 10-III, 2022/704.

13 Controle over de concernonderdelen en financiering binnen het concern

13.1 Persoonlijke zekerheden van de concernonderdelen

Onderzoeksvragen blok 1: Beschrijving controlerechten

- Op welke manier kunnen de partijen hun controlerechten inzetten?
- Wat is de rechtseconomische onderbouwing van die controlerechten?
- Wat zijn de gevolgen voor derde partijen of ‘*non – adjusting*’ schuldeisers?

13.1.1 Rechtseconomische afwegingen bij persoonlijke zekerheden

Bij geconsolideerde concernfinanciering¹¹⁹³ organiseert de bank de financiering voor het hele concern. De bank sluit met de moeder een contract waarmee de bank zich verplicht voor het hele concern kapitaal op de kapitaalmarkt in te kopen en de financiering aan de moeder beschikbaar te stellen. De moeder kan de verkregen financiering vervolgens gebruiken om de concernonderdelen te financieren. Voor de casus zoals ik die voor mijn onderzoek voor ogen heb betekent dit voor de bank dat deze financiering beschikbaar stelt aan een rechtspersoon (de moeder) die zelf geen economische activiteiten uitvoert. Dit doen de concernonderdelen. De moeder realiseert als rechtspersoon geen inkomende kasstromen en heeft waarschijnlijk weinig activa waarop de bank zekerheden kan vestigen. De moeder heeft voor de uitvoering van haar taken immers nauwelijks gebruikersrechten nodig (met uitzondering van arbeid, computers en huisvesting). Voor de bank is van belang te weten in hoeverre de

¹¹⁹³ Zie Winter 1992. Deze vorm van concernfinanciering haalt hij aan als geconsolideerde concernfinanciering. Daarnaast wijst Winter op de mogelijkheid van zogenoemd paraplu krediet waarbij de bank direct aan de concernonderdelen financiering verschaft. In mijn onderzoek beperk ik mij tot de geconsolideerde financiering. Zie ook Beschikking van de Europese Commissie van 21 oktober 2015, zaak SA.38375, C(2015), 7152 def. (Fiat Finance and Trade). Hierin staat uitgelegd op welke wijze een concernonderdeel als financier binnen een concern kan optreden.

moeder het aangetrokken geld doorleent aan een concernonderdeel die in financiële moeilijkheden verkeert (doorleeneffect) en of in hoeverre de moeder het geld als lening of als risicokapitaal verstrekt (metamorfose-effect).¹¹⁹⁴ Het financieren van een concern brengt risico's voor de bank met zich mee, omdat de verhaalsmogelijkheden voor een bank bij de moeder klein zijn en er voor de bank onduidelijkheden kunnen zijn over het gebruik van het beschikbaar gestelde geld door de moeder. Om toch geconsolideerde financiering te organiseren zal de bank tevens controle over de concernonderdelen willen. Dit kan door het vestigen van goederenrechtelijke zekerheden op de activa van de concernonderdelen. Dat brengt transactiekosten met zich mee, zoals ik in de voorgaande hoofdstukken heb beschreven. Een bank moet voor elk concernonderdeel en voor alle activa zekerheden laten vestigen waarbij de bank te maken kan krijgen met verschillende juridische voorwaarden in de wetgeving van de landen waar de activa zijn gelegen.

Om controle over de concernonderdelen te krijgen kan de bank tevens persoonlijke zekerheden, zoals een hoofdelijke aansprakelijkheid van de concernonderdelen of garanties door de concernonderdelen afspreken waar alle concernonderdelen zich aan verbinden. Hiermee kan de bank elk concernonderdeel afzonderlijk contractueel aanspreken op betaling van de rente en aflossing van de concernschuld. De bank breidt daarmee haar vorderingsrecht uit tot alle concernonderdelen. De bank kan niet alleen de moeder aanspreken op nakoming van de afspraken, maar ook elk concernonderdeel afzonderlijk.¹¹⁹⁵ De persoonlijke zekerheden zijn voor de bank een juridische middel het concern als economische eenheid of '*single economic unit*' te beschouwen (zie hoofdstuk 3). Garanties door de concernonderdelen binnen een concern kunnen er verder voor zorgen dat de moeder niet te veel gaat investeren in andere risicovolle projecten of dat de moeder belangrijke activa binnen het concern gaat verschuiven zodat de financiers geen

¹¹⁹⁴ Van Oostrum 2019-b.

¹¹⁹⁵ Van Oostrum 2019-b beschrijft ook dat een garantie zal leiden tot betere '*recovery rates*' voor de bank.

verhaal meer op de activa hebben.¹¹⁹⁶ De persoonlijke zekerheden door de concernonderdelen zijn daarmee een manier het risico en daarmee de transactiekosten voor de bank als geconsolideerde financier te verlagen. Een persoonlijke zekerheid door een concernonderdeel kan op deze manier leiden tot lagere transactiekosten voor de bank. De bank kan het concern op geconsolideerd niveau monitoren. De moeder kan vervolgens de concernonderdelen monitoren. De moeder is beter dan andere partijen in staat de risico's binnen het concern in de gaten te houden.¹¹⁹⁷ De bank kan als specialist geconsolideerde financiering voor de moeder organiseren. De transactiekosten die de bank maakt bij het organiseren van de geconsolideerde financiering kunnen lager zijn dan de transactiekosten die een moeder moet maken bij het uitgeven van aandelen of obligaties.

De garantie kan eveneens een juridisch instrument zijn financiering om van een concernonderdeel mogelijk te maken. Stel dat een concernonderdeel een directe financiering van de bank wil. De bank kan zich alleen verhalen op de activa van het concernonderdeel. Om het risico voor de bank te verminderen kan de bank van de moeder verlangen dat deze zich garant stelt voor nakoming van betaling van de rente en aflossing. Dit is dan een garantie die door de moeder is afgegeven. De bank heft hier als het ware de nadelige gevolgen van de beperkte aansprakelijkheid van het concernonderdeel als rechtspersoon op (zie ook hoofdstuk 8). Jonkers merkt op dat de belangrijkste rechtvaardiging voor een garantie door de moeder is dat deze een hoge prioriteit zal geven om te zorgen dat het concernonderdeel de lening terug zal betalen. De garantie houdt de moeder

¹¹⁹⁶ Jonkers in De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.2.5, Jonkers 2020 en Kokorin 2021.

¹¹⁹⁷ Katz 1999. Zie ook Jonkers in De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.2.1. en 6.2.2. en Jonkers 2020 die aangeeft dat vanuit rechtseconomisch perspectief de financier eigenlijk het beste in staat is de risico's te dragen en niet de moeder als garantsteller. Zie ook Kokorin 2021.

scherp.¹¹⁹⁸ De aansprakelijkheid van de moeder kan eveneens uit de wet volgen, zoals in het Duitse concernrecht onder bijzondere omstandigheden (bij het aangaan van een Beherrschungsvertrag) is geregeld (zie hoofdstuk 6). In het Nederlandse jaarrekeningrecht kan de moeder zich aansprakelijk stellen om te voorkomen dat de concernonderdelen een eigen jaarrekening opstellen en publiceren (artikel 2:403 BW). Daarnaast kan de moeder een patronaatsverklaring (of ‘*letter of comfort*’) afgeven.¹¹⁹⁹ De patronaatsverklaring kent volgens Van Oostrum een diffuus karakter en heeft vooral als doel het vertrouwen te wekken dat de concernschuld betaald gaat worden.

13.1.2 Nadelige effecten persoonlijke zekerheden

13.1.2.1 Intransparantie

Er is kritiek op het gebruik van persoonlijke zekerheden of garanties. Squire¹²⁰⁰ legt bijvoorbeeld uit dat persoonlijke zekerheden die zijn afgegeven door de concernonderdelen kunnen leiden tot ondoorzichtige concernvorming. De onderlinge garanties binnen een concern hebben als gevolg dat de moeder geen prikkel meer heeft op een zorgvuldige manier activa in een rechtspersoon af te bakenen, verschillende rechtspersonen te integreren of de financiële gegevens van alle concernonderdelen bij te houden. Een bijkomend gevolg voor de leveranciers die zich aan een concernonderdeel hebben verbonden is dat zij vanwege de hoofdelijke aansprakelijkheid van een concernonderdeel bij faillissement van dit concernonderdeel eveneens te maken hebben met de bank als concurrente

¹¹⁹⁸ Jonkers in De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.2.5. en Jonkers 2020. Hij beschrijft een garantie als een onderdeel van een ‘*governance structure*’. Zie ook Kokorin 2021 die garanties beschrijft vanuit een ‘*protection function*’.

¹¹⁹⁹ Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/7.2. en Van Oostrum 2019-a, p. 124 – 133.

¹²⁰⁰ Squire 2008, Squire 2011, Hansmann en Squire 2017, Jonkers 2020 en Kokorin 2021.

schuldeiser voor de volledige concernfinanciering. Een leverancier kan tevens te maken krijgen met concurrente vorderingen van andere concernonderdelen. Als de bank een ander concernonderdeel of de moeder aanspreekt kan dit concernonderdeel of de moeder zich met een regresrecht als concurrente schuldeiser melden. Voor de leverancier betekent dit alles dat deze extra monitoringskosten moet maken om na te gaan of de bank aanleiding heeft een concernonderdeel of de moeder aan te spreken op grond van de garantie of hoofdelijke aansprakelijkheid. Als alle concernonderdelen zich hoofdelijk aansprakelijk hebben gesteld dan moet een leverancier het hele concern monitoren.

Squire ontwaart hier een tegenstrijdigheid tussen de theorie over de optimale monitoring door het opdelen van het concern in verschillende rechtspersonen (zie hoofdstuk 8) en de garanties binnen een concern waarbij de bank juist een economische eenheid wil creëren.¹²⁰¹ In de analyse van hoofdstuk 8 stond dat een rechtspersoon als functie heeft de monitoringskosten te verlagen. Een rechtspersoon kan nodig zijn om specifieke schuldeisers aan te trekken die alleen de economische activiteiten van dat concernonderdeel hoeven te volgen. Hansmann en Squire¹²⁰² komen tot de conclusie dat garanties binnen een concern ervoor kunnen zorgen dat deze rechtseconomische functie van een rechtspersoon komt te vervallen. De voordelen van het afbakenen van de activa in een rechtspersoon vallen weg. Kokorin¹²⁰³ vat het helder samen. De persoonlijke zekerheden door de concernonderdelen kunnen leiden tot een verlaging van de monitoringskosten, maar wel specifiek voor de bank. Deze kan tegen lagere monitoringskosten (concern)financiering organiseren. Daartegenover staan de hogere monitoringskosten van de leveranciers. De bank en de leveranciers zullen beiden hun risicopremie baseren op het handelen van het hele concern. Zonder die

¹²⁰¹ Squire 2011, p. 817 – 819. Volgens Squire vervalt het '*focusing effect*'. Zie ook Hansmann en Squire 2017, Jonkers 2020 en Kokorin 2021.

¹²⁰² Hansmann en Squire 2017.

¹²⁰³ Kokorin 2021.

garanties zouden de leveranciers hun risicopremie baseren op de kredietwaardigheid van het betreffende concernonderdeel waar zij een rechtsverhouding mee aangaan. Voor de bank geldt dat deze zonder garanties eveneens de kredietwaardigheid van elk afzonderlijk concernonderdeel zou moeten beoordelen. Dit brengt hogere kosten met zich mee, maar heeft als voordeel dat de bank een nauwkeuriger inschatting van de risico's kan maken. De bovenstaande argumentatie gaat er wel vanuit dat de persoonlijke zekerheden voor de leveranciers voldoende transparant zijn. Leveranciers weten vaak niet welke garanties binnen het concern zijn afgegeven.¹²⁰⁴ Voor zover zij ervan uitgaan dat de afzonderlijke concernonderdelen wel op rechtseconomische gronden zijn opgericht en er geen garanties zijn afgegeven baseren zij hun risicopremie op het risicoprofiel van het concernonderdeel waar zij een rechtsverhouding mee zijn aangegaan. Als blijkt dat er wel garanties zijn dan onderschatten de leveranciers het risico van een concernonderdeel en rekenen een te lage risicopremie.

Het bovenstaande pleit in ieder geval voor het transparant maken van garanties, bijvoorbeeld in een register.¹²⁰⁵ Het effect hiervan is dat leveranciers op een goede wijze hun risicopremie kunnen bepalen of kunnen met de moeder afspreken dat zij eveneens garanties willen. Hierbij verwijs ik naar de discussie over transparantie bij concernstructuren (hoofdstuk 8), zekerheden (hoofdstuk 11) en bij mijn bespreking over het regresrecht later in dit hoofdstuk. Uiteraard gaat het argument voor transparantie niet op voor de schuldeisers die niet in staat zijn een risicopremie in rekening te brengen ('*non-adjusting*' schuldeisers). Ik verwijs naar hoofdstuk 8 waar ik al heb onderbouwd dat het een beleidsmatige keuze is deze groep schuldeisers te beschermen.

¹²⁰⁴ Zie ook Kokorin 2021.

¹²⁰⁵ Zie ook Westbrook 2018.

13.1.2.2 Bevoordeling van de moeder

De moeder kan de persoonlijke zekerheden of garanties die zij zelf afgeeft gebruiken om daar zelf voordeel bij te behalen. Dit kwam al aan de orde in hoofdstuk 8 waar het onder andere ging over het ‘*leverage effect*’.¹²⁰⁶ Dit komt erop neer dat de moeder een prikkel heeft haar inbreng met eigen vermogen zo klein mogelijk te houden zodat de moeder een relatief hoog rendement op haar eigen vermogen kan behalen. De moeder heeft er om deze reden belang bij de concernonderdelen met vreemd vermogen te financieren in plaats van eigen vermogen. De moeder kan dit bereiken door een lening aan een dochter te verschaffen in plaats van risicokapitaal. Als leninggever heeft de moeder een concurrente vordering op het concernonderdeel en deelt het risico met de andere concurrente schuldeisers van dat concernonderdeel. Als de moeder aandelenkapitaal zou verschaffen zou de vordering van de moeder zijn achtergesteld op de vordering van de schuldeisers. Met een garantstelling door de moeder kan zij op een indirecte manier zorgen voor financiering met vreemd vermogen.¹²⁰⁷ De bank leent aan het concernonderdeel met daarbij een garantie van de moeder. Als bank de garantie bij de moeder inroept dan krijgt de moeder indirect een concurrente vordering op het concernonderdeel via het regresrecht. Dit komt later in dit hoofdstuk aan de orde.

Als tegenhanger van de prikkel om van het ‘*leverage effect*’ te profiteren heb ik in hoofdstuk 8 al gewezen op de tegenmacht van de bank die als ‘*adjusting*’ schuldeiser kan eisen dat de moeder alsnog een bepaalde hoeveelheid risicodragend vermogen beschikbaar stelt. Bij concernfinanciering kan de bijvoorbeeld eisen dat de moeder zelf eigen vermogen aanhoudt. Dit eigen

¹²⁰⁶ Zie De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020.

¹²⁰⁷ Zie De Weijs 2010. Jonkers beschrijft financiering via garanties ook wel als risicomijdende financiering. Zie hierover Jonkers in De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020 of Jonkers 2020.

vermogen is dan een kapitaalbuffer voor de schuldeisers van de moeder, mogelijk alleen de bank. De bank heeft er als ‘*adjusting*’ schuldeiser geen belang bij om bij geconsolideerde concernfinanciering te eisen dat de moeder de concernonderdelen deels met eigen vermogen financiert. Bij geconsolideerde concernfinanciering zal daarmee geen kapitaalbuffer voor de leveranciers aan de concernonderdelen bestaan.

Een ander voordeel voor de moeder dat volgt uit het opzetten van een concernstructuur in combinatie met garanties door de concernonderdelen is het zogenoemde ‘*correlation seeking*’. Squire¹²⁰⁸ wijst op deze vorm van mogelijk opportunistisch handelen door de moeder bij garanties binnen een concern waarbij de concernonderdelen zich over en weer garant stellen voor schulden van concernonderdelen. Het punt van Squire is dat in een concern waar de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn de aandeelhouders de schuldeisers bewust kunnen benadelen door onnodig veel garanties af te geven. Als alle concernonderdelen garanties afgeven dan ontvangen deze concernonderdelen daarvoor, althans in theorie,¹²⁰⁹ een risicopremie. Dit leidt tot meer inkomsten voor het concernonderdeel die de moeder als aandeelhouder als extra rendement kan afromen. Als de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn zullen de concernonderdelen gelijktijdig failliet gaan en moeten concurrente schuldeisers van de concernonderdelen de volledige risico’s dragen.¹²¹⁰ Als aandeelhouder profiteert de moeder als het goed gaat, maar moeten de concurrente schuldeisers het risico dragen. Volgens Squire¹²¹¹ leidt een stelsel

¹²⁰⁸ Squire 2011. Voor een beschrijving zie ook Jonkers 2020.

¹²⁰⁹ In de praktijk zal bij bijvoorbeeld een concernfinanciering niet altijd duidelijk zijn wat de premie is die een concernonderdeel zou moeten ontvangen. De premie zit deels verdisconteerd in het rentevoordeel dat een bank kan aanbieden bij concernfinanciering ten opzichte van directe financiering van een bank aan een concernonderdeel. Zie hierover Jonkers 2020.

¹²¹⁰ Sommige concernonderdelen kunnen de uitbetaling van een garantie opvangen als deze voldoende reserves heeft opgebouwd.

¹²¹¹ Squire 2011, p. 643 – 644.

van garanties (door de concernonderdelen) bij een concern waarbij de onderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn uiteindelijk tot een ‘*overuse*’ aan garanties met als bijbehorend nadeel de ontstane intransparante concernstructuur zoals hierboven al beschreven.

Een stap om het nadeel van het bovenstaande weg te nemen kan zijn om de ‘*correlation seeking*’ transparant te maken. Dit betekent dat voor schuldeisers duidelijk moet zijn dat er concerngaranties zijn afgegeven, bijvoorbeeld via een register. Dit argument heb ik eerder in dit hoofdstuk al genoemd. Dit is echter niet voldoende. Een schuldeiser moet tevens inzicht hebben in de wijze waarop het concern is opgezet (zie hoofdstuk 8) en moet weten welke concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. Voor dit laatste is nodig dat de Europese Commissie indicatoren over die economische afhankelijkheid vaststelt (hoofdstuk 3). Als de informatie over de economische afhankelijkheid voldoende transparant is dan kunnen de ‘*adjusting*’ schuldeisers maatregelen treffen bijvoorbeeld door zelf garanties van de concernonderdelen te eisen. Als deze groep schuldeisers voldoende groot is zal dit ertoe leiden dat ‘*correlation seeking*’ niet meer mogelijk is. Alle voordelen van het opzetten van een rechtspersonenstructuur vallen weg. De strategie van transparantie werkt niet bij de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers. Ook als deze groep schuldeisers voldoende informatie heeft over de economische afhankelijkheid binnen het concern kunnen zij geen extra waarborgen eisen. Hier is wederom een vraag in hoeverre een land een dergelijke groep schuldeisers wil beschermen bijvoorbeeld door mogelijkheden in het recht op te nemen om het gebruik van garanties binnen een concern te beperken. Als elk land hier andere keuzes maakt dan ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht. Voor een internationaal concern met economisch afhankelijke concernonderdelen zijn de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers van het ene concernonderdeel wel beschermd (in die landen waar de mogelijkheden voor garanties zijn beperkt) en van het andere concernonderdeel niet. Om dit verschil in beschermingsniveau weg te nemen kan de Europese Commissie een standpunt uitwerken over de nut en noodzaak om ‘*correlation seeking*’ aan te pakken. De Europese Commissie moet dan criteria

uitwerken voor economische afhankelijkheid binnen een concern. Daarnaast kan de Europese Commissie een voorstel doen op welke wijze de lidstaten ‘*correlation seeking*’ zouden moeten aanpakken, bijvoorbeeld via de faillissementspauliana. Verder zal een verplichte gecoördineerde aanpak van een herstructurering of een faillissement van een concern of een subgroep binnen het concern nodig zijn zodat één rechter kan vaststellen dat sprake is van ‘*correlation seeking*’ en maatregelen kan nemen (zie hoofdstuk 9).

13.1.2.3 Bevoordeling van de bank bij garanties binnen een concern

Niet alleen de moeder kan als aandeelhouder een voordeel hebben bij een concernstructuur in combinatie met een garantie door de moeder. Ook voor de bank kan een dergelijke garantie voordelen met zich meebrengen. Jonkers¹²¹² beschrijft dat de moeder samen met de bank een ‘*opaque priority structure*’ kan opzetten. Met een garantie door de moeder kan de moeder voor een selectieve financier (i.c. de bank) de beperkte aansprakelijkheid van een concernonderdeel opheffen. De moeder geeft de bank op deze manier volgens Jonkers een soort zekerheidsrecht op de activa van de concernonderdelen en de moeder. De bespreking van de afweging van de voor- en nadelen hiervan komt op hetzelfde neer als de discussie over de functie van rechtspersoonlijkheid binnen een concern, nut en noodzaak van zekerheidsrechten en de gevolgen van intransparantie van concernvorming in combinatie met garanties. Ik verwijs naar mijn bespreking in hoofdstuk 8, 10 en dit hoofdstuk.

Een tweede vorm van bevoordeling is dat een concernonderdeel eerst de vorderingen van de bank betaalt waarvoor de moeder garant staat. Op deze manier voorkomt de moeder dat zij op haar garantie wordt aangesproken. Jonkers¹²¹³ heeft het in dit verband over een vorm van ex post opportunistisch handelen vanwege

¹²¹² Jonkers 2020.

¹²¹³ Jonkers 2020.

‘*insider dealing*’. De Weijs¹²¹⁴ legt hierover uit dat een moeder als garantienemer de druk van de bank kan voelen als blijkt dat het concern in financiële moeilijkheden verkeert. Dit kan als gevolg hebben dat de moeder een prikkel heeft om er in ieder geval voor te zorgen dat de vorderingen van de bank zijn voldaan.

Een derde voordeel geldt voor hoofdelijke aansprakelijkheid of garanties van de concernonderdelen. Voor de bank is het voordeel bij een dergelijke garantie dat deze kan kiezen welk concernonderdeel deze wel en niet gaat aanspreken. De bank kan bijvoorbeeld kiezen voor het concernonderdeel met de hoogste waarde aan activa.¹²¹⁵ De schuldeisers kunnen zich alleen verhalen op de activa van het concernonderdeel waar zij een rechtsverhouding mee aan zijn gegaan. Verder kan een bank vaak de hoofd- of restantvordering bij verschillende concernonderdelen te verificatie bij een faillissement indienen. Dit staat bekend als ‘*double proof*’ of ‘*double dipping*’.¹²¹⁶ Het effect is dat de bank relatief meer terugkrijgt van zijn vordering dan andere concurrente schuldeisers. De relatieve positie van de bank is in elk faillissement van elk concernonderdeel groot. Stel dat een bank € 500 aan concernfinanciering aan de moeder beschikbaar heeft gesteld waarbij alle concernonderdelen zich hoofdelijk aansprakelijk hebben gesteld. Als de bank bij het faillissement van elk concernonderdeel de volledige vordering ter verificatie kan indienen dan bedraagt die vordering voor elk faillissement van elk concernonderdeel € 500. Stel dat een concern bestaat uit vijf concernonderdelen waarbij aan elk concernonderdeel vijf schuldeisers zijn verbonden die elk een vordering hebben van € 20 (dus € 100 schuld per concernonderdeel). Als een bank de volledige vordering bij het faillissement van elk concernonderdeel ter verificatie kan indienen dan bedraagt de schuldenlast van elk concernonderdeel € 600. Bij een liquidatiewaarde van elk concernonderdeel van € 100 krijgt de bank bij

¹²¹⁴ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1) 2010/1.4.3.2*. Zie ook Jonkers 2020.

¹²¹⁵ Jonkers 2020.

¹²¹⁶ Zie hierover Widen 20017 en Jonkers 2020.

faillissement van dat concernonderdeel € 83,33 (€ 100/€ 600 x € 500) en een concurrente schuldeiser € 3,33. Elke schuldeiser (inclusief de bank) krijgt dus 16,67% van zijn of haar vordering. Als de concernonderdelen economisch afhankelijk zijn dan zullen de concernonderdelen gelijktijdig failliet gaan. Als de bank haar volledige vordering bij alle vijf concernonderdeel volledig kan indienen dan ontvangt de bank in totaal € 416,65 (dus 83,33% van zijn vordering). Als bank alleen een restantvordering kan indienen dan krijgt de bank logischerwijs minder terug van zijn totale vordering. Zonder concernvorming zou de totale liquidatiewaarde in dit voorbeeld € 500 bedragen (vijf keer de liquidatiewaarde van elk concernonderdeel) met een vordering van € 500 van de bank en € 500 van alle schuldeisers van alle concernonderdelen. Elke schuldeiser (waaronder de bank) zou 50% van zijn vordering terugkrijgen. De concernvorming aangevuld met garanties en een systeem van ‘*double proof*’ betekent dus een verbetering van het controlerecht van de bank en dit gaat ten koste van de andere concurrente schuldeisers die relatief minder terugkrijgen. Widen spreekt over een ‘*squeeze down effect*’.¹²¹⁷ Jonkers heeft het over een ongerechtvaardigde vermenigvuldiging van vorderingen waarbij hij vooral ingaat op de gevolgen van garanties door concernonderdelen waarbij de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn (‘*correlation seeking*’).¹²¹⁸ Zijdeveld en De Weijs geven daarentegen aan dat het systeem van de ‘*double proof*’ behoort tot de normale financieringspraktijk.¹²¹⁹ Volgens Goode en Gullifer¹²²⁰ is de regel van de ‘*double proof*’ een erkend principe van redelijkheid. Zolang een bank nog niet volledig is uitbetaald moet de bank zijn volledige vordering ter verificatie in kunnen dienen.

¹²¹⁷ Widen 2007.

¹²¹⁸ Zie Jonkers 2018, Jonkers 2019 of Jonkers 2020 die pleit voor afschaffing van deze regeling.

¹²¹⁹ Zie Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/17.4. Zijdeveld en De Weijs gaan hierbij onder ook in op de eisen zoals die zijn gesteld in de Wft en de fiscale afwegingen.

¹²²⁰ Goode en Gullifer, p. 411 – 415.

Ook hier geldt het argument dat een (*'adjusting'*) concurrente schuldeiser bij een dergelijk systeem een hogere risicopremie in rekening zal brengen of zelf garanties zal eisen om zo gebruik te maken van het systeem van *'double proof'*, mits op de hoogte is van deze garanties. Dit argument gaat niet op voor de *'non – adjusting'* schuldeisers. Ik verwijs naar mijn bespreking in de verschillende hoofdstukken over de noodzaak van transparantie en de wijze waarop landen de *'non – adjusting'* schuldeisers willen beschermen.

In de verschillende landen kan de bank de volledige of resterende vordering bij het faillissement van elk concernonderdeel indienen. In Nederlandse recht mag de bank het volledige bedrag bij herstructurering (artikel 370 lid 2 FW)¹²²¹ of het faillissement van elk concernonderdeel indienen (artikel 136 Fw). Hetzelfde geldt voor het Duitse recht (§ 43 Insolvenzordnung). Als het gaat om garantiestelling door de moeder dan moet de crediteur eerst de aandeelhouder aanspreken (§ 43 Insolvenzordnung).¹²²² Ook in het Engelse en Amerikaanse recht kan een bank het volledige bedrag ter verificatie bij een faillissement van elk concernonderdeel indienen.¹²²³ In de volgende paragraaf staat beschreven op welke manier de verschillende landen die in mijn onderzoek centraal staan met dit vraagstuk zijn omgegaan.

¹²²¹ Zie bijvoorbeeld Harmsen & Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (R&P nr. InsR18)* 2021/8.3.5.

¹²²² Jonkers 2020.

¹²²³ Widen 2007, Goode en Gullifer 2018, p. 412 – 415, en Jonkers 2020.

13.1.2.4 Wegnemen benadeling schuldeisers

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

Duitsland

In Duitsland zijn leningen van de moeder aan een concernonderdeel achtergesteld op vorderingen van andere schuldeisers van dat concernonderdeel (§ 39 (5) Insolvenzordnung). Die achterstelling geldt eveneens voor indirecte financiering als de moeder garant staat voor een lening van de bank aan een concernonderdeel. Een eventuele regresvordering is eveneens achtergesteld.¹²²⁴ Verder geldt bij een faillissement van het concernonderdeel dat de bank zich eerst moet verhalen op de moeder (§ 44a Insolvenzordnung). In het Duitse recht is er tevens een regeling als het concernonderdeel toch aan de bank betaalt. Betalingen aan derden die zijn verricht als onderdeel van een indirecte financieringsconstructie zijn aantastbaar als deze betaling is verricht binnen een jaar voorafgaand aan de aanvraag van faillissement (§ 135 (2) Insolvenzordnung).¹²²⁵ Dit betekent niet dat de curator de garantie vernietigt. In dit geval kan de curator zich richten tot de moeder die het betaalde bedrag aan de curator van het concernonderdeel moet overdragen (§143 Insolvenzordnung). De curator kan verder mogelijke bevoordeling van de bank aantasten als de curator kan aantonen dat voldaan is aan een van de gronden binnen de regeling van de faillissementspauliana uit §§ 130 – 133 en 142 Insolvenzordnung.

¹²²⁴ De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.5 en Jonkers 2020, p. 279.

¹²²⁵ De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.5.2.

VK en VS

In het Engelse¹²²⁶ recht is geen wettelijke regeling voor achterstelling van financiering via een stelsel van garanties door de moeder. Het Engelse recht kent wel een specifieke regeling die een curator in kan zetten bij eventuele bevoordeling van de moeder bij garantstellingen. Als een curator kan aantonen dat de moeder een intentie tot een ‘*desire to prefer*’ of bevoordeling van een schuldeiser heeft gehad (zie hoofdstuk 11 voor een nadere uitleg) dan kan de curator de moeder, ook als aandeelhouder aanspreken (s. 239 Insolvency Act).¹²²⁷ Deze regeling geldt tevens voor indirecte financiering via garantstellingen door de moeder (s. 239 (4) Insolvency Act).¹²²⁸

In het Amerikaanse recht kan financiering door de moeder onder strikte voorwaarden worden achtergesteld via het leerstuk van ‘*equitable subordination*’ (s. 510 Bankruptcy Code).¹²²⁹ Hier kom ik later in dit hoofdstuk op terug. Een handeling is eveneens aan te tasten die twee jaar voorafgaand aan het indienen van de aanvraag voor faillissement is verricht als is voldaan aan de voorwaarden van s. 548 Bankruptcy Code.¹²³⁰ Het gaat om handelingen die als doel hadden verhaal van schuldeisers te frustreren of als de tegenprestatie redelijkerwijs een lage waarde had op het moment dat de schuldenaar al insolvent was op het moment van het verrichten van de handeling of insolvent werd. Daarnaast zijn er mogelijkheden betalingen aan te tasten die voortvloeien uit garanties door de moeder. Als blijkt dat via de ‘*preference law*’ (s. 547 Bankruptcy Code).¹²³¹ Een curator kan elke

¹²²⁶ Zie De Weijs 2010 en De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsRI) 2010/3.2.2.1.* en 3.2.2.3.

¹²²⁷ Zie Wood 2007-b, p. 466, De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsRI) 2010/3.2.2.*, De Weijs, Verwey, Bärenz en Connell 2012 en Goode en Gullifer 2017, p 226 – 227.

¹²²⁸ Zie ook De Weijs 2010.

¹²²⁹ Jonkers 2020.

¹²³⁰ Zie ook Squire 2019.

¹²³¹ Jonkers 2020, p. 217 e.v.

‘*transfer of an interest of the debtor in property*’ aantasten. De term ‘*transfer*’ is breed en ziet op alle handelingen die in het voordeel van een ‘*creditor*’ zijn verricht (s. 547 (b) (1) Bankruptcy Code). Voor zover voldaan is aan alle voorwaarden kan de moeder als garantienemer een ‘*creditor*’ zijn, maar ook de bank (s. 550 (a) Bankruptcy Code).¹²³²

Als de ‘*creditor*’ een ‘*insider*’ is dan is de handeling aan te tasten als deze is verricht binnen een jaar voorafgaand aan het faillissement. Als het niet gaat om een ‘*insider*’ dan geldt een periode van 90 dagen (s. 547 (b) (4) Bankruptcy Code). Als een concernonderdeel aan de bank betaalt om zo de moeder als aandeelhouder en garantienemer te bevoordelen dan wordt dit in het Amerikaanse recht gezien als bevoordeling van een ‘*insider*’. Door de betaling aan de bank voorkomt het concernonderdeel dat de moeder een regresrecht krijgt. De curator kan de moeder aanspreken als de handeling is verricht in het jaar voorafgaand aan het faillissement.¹²³³ De bank is geen ‘*insider*’. Dat betekent dat de curator de bank alleen kan aanspreken voor betalingen die zijn verricht binnen 90 dagen voorafgaand aan het faillissement (s. 550 (c) Bankruptcy Code).

De keuze om een bank niet als ‘*insider*’ te zien is in 1994 en 2005 in de Bankruptcy Code opgenomen. Daarvoor gold vanaf 1989 de zogenoemde Deprizio-leer met als gevolg dat de bank indirect wel degelijk als ‘*insider*’ werd gezien waarvoor de verlengde periode voor vernietiging gold van het jaar voorafgaand aan het faillissement.¹²³⁴ De Amerikaanse rechter overwoog daarbij dat het essentieel is dat het faillissement bedoeld is als collectieve afwikkelingsprocedure voor het betalen van de schulden. De regeling van de

¹²³² De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.4.2. Zie ook *D Levit v. Ingersoll Rand Financial Corporation (In re V.N. Deprizio Construction Corporation)*, 874 F.2d 1186 (7th Cir. 1989).

¹²³³ De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.4.2. en 6.4.3.

¹²³⁴ *D Levit v. Ingersoll Rand Financial Corporation (In re V.N. Deprizio Construction Corporation)*, 874 F.2d 1186 (7th Cir. 1989). Uitgangspunt is dat de uitzondering zoals verwoord in s 547 (c) Bankruptcy Code niet geldt zoals een handeling in de ‘*ordinary course of business*’.

'preferences' is juist bedoeld te voorkomen dat een *'asset-grabbing'* voor slechts enkele schuldeisers plaats gaat vinden. Dat gold volgens de rechter ook voor indirecte financiering via een stelsel van garanties bij een concern. De rechter overwoog in de genoemde zaak: *"(...) Loans from insiders to their firms are not the only, or even the most important, concern of outside creditors. Insiders frequently guarantee other loans. If the firm folds while these loans are outstanding, the insiders are personally liable. So, insiders bent on serving their own interests (few managers hold outside lenders' interests of equal weight with their own!) could do so by inducing the firm to pay the guaranteed loans preferentially. If the preference-recovery period for such payments were identical to the one for outside debts, this would be an attractive device for insiders. While concealing the firm's true financial state, they would pay off (at least pay down) the debts they had guaranteed, while neglecting others. To the extent they could use private information to do this more than 90 days ahead of the filing in bankruptcy, they would make out like bandits."*

Over de afwegingen van de Amerikaanse rechter in de Deprezio-uitspraak is veel discussie in de Amerikaanse literatuur geweest.¹²³⁵ De discussie gaat over de mate waarin de concurrente schuldeisers beschermd moeten worden door de failliete boedel zo veel als mogelijk als eenheid te blijven behouden. De citaten uit de Deprezio-uitspraak zijn daar bij uitstek een voorbeeld van. Westbrook¹²³⁶ beschrijft dat de uitspraak past in een beleidsdoel om onnodige *'insider'* garanties te voorkomen. Daar tegenover staat het belang van de bank als financier die de garanties nodig heeft om zijn risico te verminderen. De Deprezio-uitspraak betekent voor de bank een verhoogd risico en dus een verhoging van de

¹²³⁵ Zie De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.4.4. waar Jonkers een overzicht van de discussie weergeeft. Zie ook Westbrook 1991.

¹²³⁶ Westbrook 1991.

risicopremie of het verlagen van de kredietfaciliteiten. Volgens Westbrook¹²³⁷ hangt het nadeel voor een bank als gevolg van de Deprezio-uitspraak mede af van het type garantie dat is gegeven. Hij maakt een verschil tussen een garantie die op meer economische gronden is aangegaan en een garantie die nodig is om een ‘*leverage*’ voor de moeder als aandeelhouder te kunnen verkrijgen. Bij het eerste type garantie betreft de bank via de garantie de moeder omdat de moeder voldoende in staat is om de vordering van de bank te betalen. De garantie is nodig om te zorgen dat de moeder een prikkel heeft te zorgen dat het concernonderdeel rendement blijft behalen zodat de bank de garantie niet gaat invoeren. Bij een ‘*leverage-garantie*’ weet de bank dat de garantie niet veel waard is en slechts nodig voor het opzetten van een concern om zo een ‘*leverage*’ voordeel te behalen. De Deprezio-uitspraak is vooral nadelig voor de positie van de bank in het tweede voorbeeld. Volgens Alces¹²³⁸ gaat het onderscheid tussen de verschillende soorten garantie te ver. Het leerstuk van de ‘*preferences*’ is volgens Alces vooral bedoeld om, ongeacht de intenties van partijen, benadeling van schuldeisers weg te nemen. Vanuit deze optiek is een onderscheid tussen verschillende soorten garanties niet nodig en niet mogelijk.

Nederland

Nederland kent geen wettelijke regeling voor achterstelling van financiering van de moeder.¹²³⁹ Later in dit hoofdstuk komt mogelijk onrechtmatig handelen van de moeder bij het verschaffen van leningen aan een dochter aan de orde. Als het gaat indirecte financiering via een stelsel van garanties door de moeder wijzen

¹²³⁷ Westbrook 1991. Zie ook Squire die het heeft over een ‘*protective*’ of ‘*opportunistic*’ vorm van een garantie. De eerste is volgens hem economisch efficiënt.

¹²³⁸ Alces 1993-a en Alces 1993-b. Alces ondersteunt de Deprezio-uitspraak wel.

¹²³⁹ De Weijts 2010 en Jonkers 2020.

De Weijs en Jonkers¹²⁴⁰ op de onvolkomenheden van het aanpakken van benadeling bij garanties via de faillissementspauliana. Een eerste belemmering is dat de curator de moeder alleen via de faillissementspauliana kan aanspreken als de moeder zelf partij is bij de benadelende handeling van het concernonderdeel. Een voorbeeld hiervan is het Montana-arrest.¹²⁴¹ Deze zaak ging over het faillissement van Montana BV. De aandelen van deze BV waren 100% in handen van Interniber. Montana BV maakte caravans en verkocht alle caravans aan de aandeelhouder. Montana BV had een krediet bij de Rabobank waar Interniber als aandeelhouder borg voor stond. Veertig dagen voor het faillissement van Montana BV heeft Montana BV zestien stacaravans aan Interniber geleverd waarvoor Interniber een marktconforme prijs betaalde. Met het ontvangen geld heeft Interniber de schulden (via de borgtocht) aan de Rabobank af kunnen lossen. De curator van Montana BV heeft de nietigheid van de levering van deze caravans aan Interniber ingeroepen vanwege benadeling van de concurrente schuldeisers van Montana BV. De Adv. Gen. merkte in zijn conclusie bij deze zaak op dat de schuldeisers in deze zaak mede benadeeld waren vanwege de verkoop in combinatie met de borgtocht.¹²⁴² De HR is in zijn uitspraak niet meer op de borgtocht ingegaan, maar heeft aangegeven dat sprake is van benadeling omdat de opbrengst van de verkoop niet meer voor de concurrente schuldeisers beschikbaar was.¹²⁴³

Anders dan in het Duitse, Engelse of Amerikaanse recht is de regeling van de faillissementspauliana niet gericht op benadeling als de moeder niet bij de

¹²⁴⁰ De Weijs 2010, De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/4.3.2, De Weijs (red.), *Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14)* 2020/6.3.1, Jonkers 2019 en Jonkers 2020.

¹²⁴¹ HR van 22 mei 1992 (ECLI:NL:HR:1992:ZC0615; Montana).

¹²⁴² Conclusie van de Adv. Gen. van 24 april 1992 (ECLI:NL:PHR:1992:22; Montana). Zie ook De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/4.3.2.

¹²⁴³ HR van 22 mei 1992 (ECLI:NL:HR:1992:ZC0615; Montana).

benadelende rechtshandeling is betrokken, bijvoorbeeld als concernonderdeel aan de bank betaalt om zo de moeder als garantiegiver uit de wind te houden. Een ander kenmerk van het Nederlandse recht is het onderscheid tussen onverplichte (artikel 42 Fw) en verplichte rechtshandelingen (artikel 47 Fw). Als in de ABV is opgenomen dat de bank op verzoek de garantie kan inroepen dan is de betaling aan de bank een verplichte rechtshandeling. De curator kan de betaling alleen vernietigen als deze een vorm van samenspanning tussen het concernonderdeel en de bank aan kan tonen (zie ook hoofdstuk 11). Een rechter zal hier het handelen van de moeder als aandeelhouder bij het aantonen van eventuele samenspanning niet betrekken. Een alternatief is om de moeder als aandeelhouder of bestuurder van het concernonderdeel aan te spreken vanwege onrechtmatig handelen. Van onrechtmatig handelen van de aandeelhouder is onder andere sprake als de moeder als aandeelhouder vermogen aan een concernonderdeel zou onttrekken op het moment dat het concernonderdeel met een financieel tekort zit.¹²⁴⁴ Als een concernonderdeel een bank betaalt om zo de moeder als garantiegiver te ontzien dan is dit geen vorm van onrechtmatige vermogensonttrekking.

Een andere mogelijkheid is aansprakelijkheid van de moeder als bestuurder omdat deze bepaalde schuldeisers (i.c. de bank) ten onrechte selectief betaalt en er daardoor minder verhaalsmogelijkheden voor andere schuldeisers zijn. Dit is het leerstuk van de selectieve betaling. Het uitgangspunt hier is de betalingsautonomie van een bestuurder die in beginsel zelf mag kiezen welke schuldeisers deze betaalt. Dat een bestuurder een schuldeiser selectief betaalt betekent niet dat de moeder als bestuurder daarmee onrechtmatig handelt.¹²⁴⁵ Een bestuurder is pas aansprakelijk als deze persoonlijk een ernstig verwijt valt te maken en redelijkerwijs behoorde te begrijpen dan het concernonderdeel zijn overige verplichtingen niet zou

¹²⁴⁴ De Weijs (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020/6.3.2 en Jonkers 2020, p 173 e.v. Zie ook HR 8 november 1991, NJ 1992, 174 (Nimox).

¹²⁴⁵ HR van 26 maart 2010 (ECLI:NL:HR:2010:BK9654; ING/Zandvliet) en HR van 12 april 2019 (ECLI:NL:HR:2019:576). Zie ook Linskens en Van Thiel 2020.

nakomen en geen verhaal zou bieden voor mogelijke schade.¹²⁴⁶ Met deze open norm kan de bestuurder aansprakelijk gesteld worden waarbij gekeken moet worden naar de omstandigheden van het geval. Bij selectieve betaling moet met deze norm een onrechtmatige verhaalsfrustratie worden aangetoond, omdat de concurrente schuldeisers minder verhaalsmogelijkheden hebben omdat de bank al is betaald.¹²⁴⁷ Er is bijvoorbeeld sprake van onrechtmatige selectieve betaling als bij financiële moeilijkheden eerst de schulden van de concernonderdelen worden betaald.¹²⁴⁸ Dat betekent dat een selectieve betaling aan de moeder vanwege haar regresrecht onrechtmatig zou zijn. Het Nederlandse recht kent echter niet als regel dat bij financiële moeilijkheden alle selectieve betalingen in beginsel onrechtmatig zijn, ook bij betalingen aan niet gelieerde partijen. Zo heeft de HR aangegeven dat er geen onrechtmatige selectieve betaling kan zijn bij een betaling aan een schuldeiser die tevens minderheidsaandeelhouder is en zelf het faillissement heeft aangevraagd.¹²⁴⁹ Dat betekent dus dat een betaling aan de bank niet per se een selectieve betaling is en daarmee niet onrechtmatig.

Het is een keuze van de wetgever in Nederland om bevoordeling van de moeder (of benadeling van de concurrente schuldeisers van het concernonderdeel) bij een stelsel van garanties door de moeder wel of niet tegen te gaan. De vraag is vervolgens hoe de concurrente schuldeisers beschermd moeten worden. In hun bespreking over indirecte bevoordeling bij een stelsel van garanties door de

¹²⁴⁶ HR van 8 december 2006 (ECLI:NL:HR:2006:AZ0758; Ontvanger/Roelofsen) of HR van 26 maart 2010 (ECLI:NL:HR:2010:BK9654; ING/Zandvliet).

¹²⁴⁷ Zie ook Linskens en Van Thiel 2020.

¹²⁴⁸ HR van 12 juni 1998 (ECLI:NL:HR:1998:ZC2669; Coral/Stalt), m.nt. P. van Schilfgaarde).

¹²⁴⁹ HR van 17 januari 2020 (ECLI:NL:HR:2020:73; Ingwersen q.q./Kromme Leek c.s.). Zie ook Conclusie van de Adv. Gen. van 5 juli 2019 (ECLI:NL:PHR:2020:798; Ingwersen q.q./Kromme Leek c.s.) met een tegengesteld standpunt. Voor een overzicht van de verschillende uitspraken en de literatuur zie Van Hooff 2021. Hij komt tot de conclusie dat het leerstuk van de selectieve betaling nog lang niet is uitgekristalliseerd.

moeder komen De Weijs en Jonkers¹²⁵⁰ tot de conclusie dat in het Nederlandse recht net als in andere landen een regeling moet komen waarmee de moeder via bijvoorbeeld de faillissementspauliana direct kan worden aangesproken. Als vast komt te staan dat een betaling aan een bank nodig was om de positie van de moeder als garantieggever te beschermen dan zou dit betekenen dat de curator de betaling als benadelende handeling kan vernietigen. In het Nederlandse recht is de positie van de bank echter beschermd als blijkt dat het concernonderdeel verplicht heeft betaald vanwege de contractuele afspraken met de bank (artikel 47 Fw). Van Hooff¹²⁵¹ beschrijft dat het een bewuste keuze van de wetgever is geweest om dergelijke verplichte handelingen te beschermen. Het uitgangspunt in het Nederlandse recht is dat een concernonderdeel vrij is contractuele afspraken te maken en die uit moet voeren tot het moment van faillissement. Alleen bij de nakoming van contractuele afspraken met andere concernonderdelen gelden strengere maatstaven waarbij een selectieve betaling onrechtmatig kan zijn. Om het indirecte voordeel van de moeder weg te nemen bij een constructie met garanties zou er, net als in het Duitse recht, een regeling kunnen komen waarbij de moeder aansprakelijk gesteld kan worden voor betaling van het concernonderdeel aan de bank. Het voordeel voor de moeder zou zijn dat het concernonderdeel met de betaling aan de bank voorkomt dat de moeder een (concurrente) regresvordering krijgt. Een principieel verschil met het Duitse recht is dat de vordering op de moeder in Duitsland is achtergesteld. In het Nederlandse stelsel zou de vordering van de moeder dan concurreren met de vorderingen van de andere schuldeisers. Later in dit hoofdstuk bespreek ik de wenselijkheid van een achterstelling van vorderingen binnen een concern.

¹²⁵⁰ De Weijs 2010, De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies* (R&P nr. InsR1) 2010/4.3.2, De Weijs (red.), *Grenzen aan financieringsvrijheid* (R&P nr. InsR14) 2020/6.3.1 en Jonkers 2020.

¹²⁵¹ Van Hooff 2021.

13.1.3 Juridische vormgeving van persoonlijke zekerheden

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

De bank en de concernonderdelen kunnen de persoonlijke zekerheden op verschillende manieren juridisch vormgeven. Een mogelijkheid is om de concernonderdelen contractueel te verbinden door de concernonderdelen het contract tot concernfinanciering mee te laten tekenen. Dit leidt tot een meerpartijenovereenkomst tussen de bank en alle concernonderdelen. Elk concernonderdeel is dan een contractspartner van de bank. In Nederland is een gevolg van een meerpartijenovereenkomst dat de bank elk concernonderdeel voor een gelijk deel van de concernschuld kan aanspreken, tenzij in het contract andere afspraken staan over de verdeling van de schuld (artikel 6:6 BW). Een reden voor een dergelijke keuze in het recht kan zijn dat moeder en de concernonderdelen beter dan de bank in staat zijn de lasten van de schuld binnen een concern te verdelen. Als een concernonderdeel hoofdelijk aansprakelijk is dan hoeft de bank slechts één of enkele concernonderde(e)l(en) aan te spreken voor zover deze de volledige concernschuld zou kunnen betalen. De concernonderdelen zoeken onderling uit hoe zij de schuld moeten verdelen. De transactiekosten die een bank moet maken om het geld van de verschillende concernonderdelen te krijgen zijn relatief hoger dan de transactiekosten die een moeder of de concernonderdelen moeten maken om de concernschuld binnen een concern te verdelen. De bank heeft minder informatie over het reilen en zeilen binnen het concern dan de concernonderdelen zelf. De moeder kan de risico's binnen een concern beter dan de bank inschatten en heeft meer inzicht over de verdeling van de concernschuld tussen de concernonderdelen.

In Nederland kan de bank met de moeder en de concernonderdelen afspreken dat elk concernonderdeel hoofdelijk aansprakelijk is voor betaling van de

concernschuld en de rente. Het rechtsgevolg hiervan is dat de bank elk concernonderdeel kan aanspreken voor nakoming van de gehele concernschuld. Als een concernonderdeel de schuld aan een bank heeft betaald dan hoeven de andere concernonderdelen niet meer aan de bank te betalen. Nakoming door één van de concernonderdelen bevrijdt de andere concernonderdelen als medeschuldenaren tegenover de bank als schuldeiser (artikel 6:7 BW). Een andere manier in Nederland om de concernonderdelen aan het contract met de bank te verbinden is met een overeenkomst tot borgtocht.¹²⁵² Dit is een contract waarbij het concernonderdeel zich als borg tegenover de bank als schuldeiser verbindt tot nakoming van een verbintenis die de moeder met de bank aangaat (artikel 7:850 BW).¹²⁵³ De moeder blijft verplicht de rente en aflossing aan de bank te betalen. Als deze niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen kan de bank het concernonderdeel aanspreken. De borgtocht is daarmee afhankelijk van de prestatie van de moeder (artikel 7:851 BW). Dit betekent ook dat de bank het concernonderdeel pas kan aanspreken nadat de moeder in de nakoming van haar prestatie tekort schiet (artikel 7:855 BW).

In het Duitse recht¹²⁵⁴ kunnen partijen een “*Bürgschaftsvertrag*” afsluiten (§ 765 BGB). Hiermee verplicht een partij zich om een prestatie van een derde te voldoen. Deze vorm van persoonlijke zekerheid heeft een accessoir karakter. Dat

¹²⁵² Wessel en Verheij 2010, p. 385 – 386 beschrijven een borgtocht als een bijzondere overeenkomst waarbij de wetgever een balans heeft willen zoeken tussen de belangen van de verschillende partijen die bij de borgtocht zijn betrokken. Zie ook Blomkwist, *Borgtocht*(*Mon. BW nr. B78*) 2012.

¹²⁵³ Wessel en Verheij 2010, p. 386 – 387 waar zij aangeven dat het niet altijd eenvoudig is om een overeenkomst tot borgtocht vast te stellen. Blomkwist, *Borgtocht*(*Mon. BW nr. B78*) 2012 wijst op het belang van het onderscheid, omdat voor de borgtocht bepalingen van dwingend recht kunnen gelden. Zie ook Van Rossum & Kuypers, *Garanties in de rechtspraak*(*R&P nr. CA12*) 2015/1.4.2. Zie ook Van Uhm 2017 die ingaat op het verschil tussen de hoofdelijke aansprakelijkheid en de borgtocht. De verschillen zijn volgens hem doorgaans niet zo groot, omdat de meeste obstakels of verschillen in de financieringsdocumentatie worden opgelost. Zie ook Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/9.2.1.

¹²⁵⁴ Voor een beschrijving van het Duitse recht zie Jonkers 2020, p. 246 – 252.

betekent dat de persoonlijke zekerheid afhankelijk is van de verbintenis waarvoor de persoonlijke zekerheid is afgegeven (§§ 767 - 768 BGB). Verder geldt dat deze vorm van persoonlijke zekerheid pas kan worden ingeroepen nadat is gebleken dat de hoofdschuldenaar zijn verplichtingen niet meer kan voldoen (§§ 771 - 773 BGB). De persoonlijke zekerheid heeft een subsidiair karakter. De bepalingen van deze vorm van zekerheid zijn dwingendrechtelijk. Daarnaast kunnen partijen een vorm van hoofdelijke aansprakelijkheid afspreken waardoor de partijen gezamenlijk verantwoordelijk worden voor nakoming van bijvoorbeeld een lening (§ 421 BGB). In Duitsland geldt bij een ‘*Gesamtschuld*’ als regel dat de concernonderdelen bij twijfel hoofdelijk aansprakelijk zijn (§ 427 BGB).¹²⁵⁵

In Engeland is het mogelijk een ‘*surety*’ als persoonlijke zekerheid te vestigen. Het concernonderdeel stemt dan in om een bestaande of toekomstige verplichting van de moeder op zich te nemen. Een ‘*surety*’ is onder te verdelen in een ‘*guarantee*’ en een ‘*indemnity*’. Andrews en Millett benadrukken het belang van dit onderscheid, omdat voor beide onderdelen andere regels kunnen gelden.¹²⁵⁶ Het essentiële kenmerk van een ‘*guarantee*’ is dat de verplichting van het concernonderdeel als garantieggever secundair is en dat de bank de moeder als hoofdschuldenaar eerst moet aanspreken. Hier ontstaat hetzelfde nadeel als bij de Nederlandse borgtocht. Voor garanties gelden dwingende vormvoorschriften. Garanties moeten schriftelijk zijn vastgesteld en zijn ondertekend door degene die zich garant stelt (s. 4 Statute of Fraud 1677, IV).¹²⁵⁷ Als niet is voldaan aan alle voorwaarden van de ‘*guarantee*’ dan kan dit betekenen dat de persoonlijke zekerheid niet is af te dwingen.¹²⁵⁸ De tweede vorm van een ‘*surety*’ is een

¹²⁵⁵ Asser/Sieburgh 6-I 2020, nr.109 en Jonkers 2020.

¹²⁵⁶ Andrews en Millett 2011 (p. 2 en 12) geven aan dat het onderscheid niet altijd makkelijk is te maken. Zie ook Goode 2016, p. 827 e.v.

¹²⁵⁷ Andrews en Millett 2011, p. 8, Burrows 2013, p. 373, Goode 2016, p. 827 e.v. of Goode en Gullifer 2017, p. 397 e.v.

¹²⁵⁸ Andrews en Millett 2011, p. 46, Goode 2016, p. 827 e.v. of Goode en Gullifer 2017, p. 397 e.v.

‘*indemnity*’ dat in de meest brede zin is omschreven als een onafhankelijk recht tot schadeloosstelling voor verliezen. Hiervoor gelden geen vormvoorschriften. Een dergelijke persoonlijke zekerheid kan vorm krijgen als een hoofdelijke aansprakelijkheid waarbij een concernonderdeel zich verbindt de schade van de bank bij niet-nakoming te vergoeden. In de VS is het recht over de ‘*guaranty*’ en de ‘*sureties*’ ontwikkeld in lijn met de ‘*common law*’.¹²⁵⁹ In de VS zijn de regels over deze vormen vooral in de staten ontwikkeld met als gevolg dat de wetgeving tussen de staten van elkaar kan verschillen.¹²⁶⁰ Bij een ‘*guaranty*’ is een derde partij pas aansprakelijk als de hoofdschuldenaar niet is nagekomen. Bij een ‘*surety*’ kan bijvoorbeeld de bank een concernonderdeel als eerste aanspreken.¹²⁶¹ Deze laatste vorm is vergelijkbaar met de hoofdelijke aansprakelijkheid.

13.1.4 Bepalingen over het toepasselijke recht

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?

Conclusie: Aanbevelingen Europese Commissie

In alle landen zijn mogelijkheden voor de bank om persoonlijke zekerheden van concernonderdelen te verkrijgen. Daarmee kan de bank controlerechten jegens de concernonderdelen krijgen. Bij persoonlijke zekerheden in de EU zijn voldoende mogelijkheden voor de partijen zelf het toepasselijke recht te kiezen. Ik neem daarbij aan dat de verklaring van hoofdelijke aansprakelijkheid, voor zover deze geen onderdeel is van het contract tot concernfinanciering, is aan te merken als ‘*verbintenis uit overeenkomst*’ (artikel 1 lid 1 van de Rome – I verordening).

¹²⁵⁹ Henkel 2014. Zie ook Jonkers 2020, p. 185 e.v.

¹²⁶⁰ Henkel 2014. Zie ook Jonkers 2020, p. 185 e.v.

¹²⁶¹ Henkel 2014. In § 1 – 201 (b) (39) Restatement staat: "**Surety**" includes a guarantor or other secondary obligor." Zie ook Jonkers 2020, p. 185 e.v. die ingaat op de ‘*surety*’ zoals die is uitgewerkt in de Restatements. Jonkers 2020 beschrijft dat het onderscheid tussen de ‘*garantie*’ en de ‘*surety*’ niet helemaal duidelijk is en sommige staten hebben het onderscheid zelfs afgeschaft.

Dit begrip is niet gedefinieerd in de Rome – I verordening, maar is volgens Strikwerda¹²⁶² ruim op te vatten mede gelet op het doel van de Rome – I verordening. De hoofdelijke aansprakelijkheden zijn, ook als deze niet direct onderdeel uitmaken van het contract van concernfinanciering, direct gekoppeld aan de nakoming van het contract van concernfinanciering. Als de bank op grond van een hoofdelijke aansprakelijkheid een concernonderdeel aanspreekt dan kan de bank te maken krijgen met het recht van de verschillende lidstaten. De bank moet dan kiezen uit het ‘*recht van verschillende landen*’, zoals omschreven in artikel 1 van de Rome – I verordening.¹²⁶³ Om de bovenstaande redenen ga ik ervan uit dat de Rome – I verordening van toepassing is bij hoofdelijke aansprakelijkheid, ook als deze niet onderdeel uitmaakt van het contract van concernfinanciering. Dit betekent dat de bank en de moeder als bestuurder van de concernonderdelen zelf het toepasselijke recht kunnen kiezen dat de persoonlijke zekerheden beheerst (artikel 3 Rome – I verordening). Voor zover tussen de lidstaten dus een verschil in recht is kunnen de bank en de moeder voor dat recht kiezen dat tot de laagste transactiekosten leidt. De bank en de moeder kunnen voor alle persoonlijke zekerheden een eenduidig recht kiezen zodat zij niet meer te maken hebben met een verschil in wetgeving.

Als blijkt dat de bank en de concernonderdelen geen rechtskeuze hebben vastgelegd dan wordt het toepasselijke recht bepaald door de gewone verblijfplaats van de partij die de meest kenmerkende prestatie levert (artikel 4 Rome – I verordening). Volgens Kropholler is dit de bank als leninggever.¹²⁶⁴ Dit sluit aan bij de regelgeving in de VS waar is aanvaard dat de bank de meest kenmerkende prestatie verricht.¹²⁶⁵ Fawcett en Carruthers¹²⁶⁶ bekritisieren deze benadering en

¹²⁶² Strikwerda 2010, p. 101. Zie ook HvJ van 22 maart 1983, zaak 34/82 (Peters/ZNAV).

¹²⁶³ Zie Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/677.

¹²⁶⁴ Kropholler 2006, p. 471. Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/678 – 683.

¹²⁶⁵ Symeonides 2008, p. 226 – 227.

¹²⁶⁶ Fawcett en Carruthers 2008, p. 714.

geven aan dat de leningnemer, in casu de moeder, als ontvanger van de financiering net zo goed de karakteristieke prestatie kan leveren. Ik ben het daar niet mee eens. Het kenmerk van een lening is dat een bank een gebruikersrecht op geld levert tegen betaling van rente (inkomensrecht). Dit is niet anders dan bij een leverancier die een gebruikersrecht op een bepaalde activa geeft. Ik zie niet in waarom de prestatie van de bank dan geen kenmerkende prestatie is, terwijl uit artikel 4 van de Rome – I verordening volgt dat de prestatie van bijvoorbeeld een leverancier wel een kenmerkende prestatie is. De hoofdregel is wat mij betreft dat de gewone verblijfplaats bepalend is van de partij die een gebruikersrecht levert. Bij een lening verricht de bank dan als leninggever de meest kenmerkende prestatie. Bij gebrek aan rechtskeuze zou het land van vestiging van de bank dan het toepasselijke recht bepalen (zie ook hoofdstuk 4).¹²⁶⁷

Als een bank een persoonlijke zekerheid, zoals een hoofdelijke aansprakelijkheid, in een afzonderlijk contract (dus losstaand van het contract van de concernfinanciering) met een concernonderdeel vastlegt dan wordt het toepasselijke recht bij gebrek aan rechtskeuze in de EU op een andere wijze bepaald. Het recht in de plaats van vestiging van het concernonderdeel als garantiegever geldt dan. In de woorden van Giuliano en Lagarde¹²⁶⁸ is het toepasselijke recht *‘always that of the guarantor, whether in relation to the principal debtor or the creditor’*. Stevens geeft fijntjes aan dat bij een lening zonder persoonlijke zekerheden de bank de meest kenmerkende prestatie levert. Zonder persoonlijke zekerheid is dit leidend voor het bepalen van het toepasselijke recht. Als een concernonderdeel een afzonderlijke persoonlijke zekerheid heeft gevestigd dan is de meest kenmerkende prestatie door de bank niet meer relevant en wordt het toepasselijke recht ineens bepaald door de vestigingsplaats van het

¹²⁶⁷ Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/683.

¹²⁶⁸ Zie Giuliano / Lagarde 1980 en ook Fawcett en Carruthers 2008, p. 713. Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/809 waar is aangegeven dat bij een borgtocht de kenmerkende prestatie niet zozeer voortvloeit uit de onderliggende overeenkomst, maar door de borg aangegane verplichting.

concernonderdeel dat zich hoofdelijk aansprakelijk stelt.¹²⁶⁹ Ik deel zijn verbazing. Zoals hierboven aangegeven vind ik dat het toepasselijke recht moet zijn gekoppeld aan de gewone verblijfplaats van de partij die de gebruikersrechten levert. Ook bij het stellen van een hoofdelijke aansprakelijkheid in een afzonderlijk contract met een concernonderdeel geeft de bank nog steeds een gebruikersrecht op geld (zie hoofdstuk 2). De hoofdelijke aansprakelijkheid is nog steeds gekoppeld aan de concernfinanciering en is voor de bank een controlerecht om het risico bij financiering van een internationaal concern te verlagen. Het lijkt mij daarom een betere keuze om in de EU het toepasselijke recht van een hoofdelijke aansprakelijkheid of een borgtocht als persoonlijke zekerheid bij financiering door een bank gelijk te stellen aan het toepasselijke recht dat op het contract tussen de bank en de moeder van toepassing is. In de VS is een vergelijkbare keuze gemaakt en wordt het toepasselijke recht dat een ‘*surety*’ beheerst bepaald door het toepasselijke recht van het contract waar de ‘*surety*’ aan is gekoppeld. Het toepasselijke recht van het financieringscontract en de persoonlijke zekerheid zijn dan gelijk aan elkaar (§ 194 Restatement (second)).¹²⁷⁰

Mijn aanbeveling aan de Europese Commissie is om in de Rome – I verordening te verduidelijken dat persoonlijke zekerheden, zoals een hoofdelijke aansprakelijkheid, bij gebrek aan rechtskeuze worden beheerst door het recht dat ook het contract van de financiering beheerst waar de vorderingen uit voortvloeien waarvoor de persoonlijke zekerheid wordt gesteld. Bij een gebrek aan rechtskeuze zou dit betekenen dat de plaats van vestiging van de bank leidend is voor het bepalen van het toepasselijke recht.

¹²⁶⁹ Stevens 2004, p. 205 – 206.

¹²⁷⁰ Symeonides 2008, p. 226 -227.

13.2 Interne draagplicht en regresvorderingen

13.2.1 Beperkingen bij persoonlijke zekerheden

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In welke mate leidt het verschil in recht tot een belemmering van de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal, goederen of een aantasting van de vrijheid van vestiging?
- In welke mate zijn de verschillen in recht die een inbreuk van het vrije verkeer veroorzaken gerechtvaardigd vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert, is de maatregel van een land geschikt en proportioneel?

Als de bank een concernonderdeel op grond van de hoofdelijke aansprakelijkheid aanspreekt dan kan dit betekenen dat één concernonderdeel de volledige vordering van de bank, een groot gedeelte of in ieder geval meer dan haar eigen deel moet betalen. Dit concernonderdeel moet dan een onevenredig grote schuld betalen die haar eigen financiële draagplicht kracht mogelijk te boven gaat.¹²⁷¹ In de verschillende landen is over het algemeen geaccepteerd dat een concernonderdeel een verplichting tot een hoofdelijke aansprakelijkheid aan kan gaan, ook als dit eigen draagplicht te boven gaat. Het concernonderdeel maakt immers direct of indirect gebruik van de concernfinanciering. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme benadrukken dat het niet per se nodig is dat de concernonderdelen alleen zekerheden stellen voor zover zij daadwerkelijk gebruik van de concernfinanciering maken of dat hun persoonlijke zekerheid moet worden

¹²⁷¹ Zie hierover Winter 1992. Zie ook Bartman & Dorresteyn/Olaerts, *Van het concern 2020/7.2.* voor een afweging van de voor- en nadelen van concernfinanciering en de verdeling van de interne draagplicht. Bartman, Dorresteyn en Olaerts 2016, p. 221 – 224 en waarbij zij aangeven dat rechters in Nederland het concernbelang meewegen bij hoofdelijke aansprakelijkheid van de concernonderdelen.

beperkt tot hun interne draagplicht. Dit zou concernfinanciering volgens hen te veel belemmeren.¹²⁷² Bovendien kunnen de concernonderdelen die zijn aangesproken via een regresrecht de andere concernonderdelen aanspreken op betaling van de concernschuld. Ik kom hier nog op terug. Dit betekent dat een concernonderdeel niet noodzakelijkerwijs zelf de volledige last van de concernschuld hoeft te dragen, maar het te veel betaalde bedrag kan terugvorderen bij de andere concernonderdelen. Het concernonderdeel moet transactiekosten maken om het geld bij de andere concernonderdelen te innen waarbij het concernonderdeel het risico loopt het geld niet terug te krijgen.

Daarentegen mag het stellen van persoonlijke zekerheden niet als gevolg hebben dat het voortbestaan van een concernonderdeel voorzienbaar in gevaar komt. Dit heb ik al uitgelegd in hoofdstuk 6. In Duitsland geldt daarbij een expliciete grens voor het stellen van een persoonlijke zekerheden. Dit komt tot uiting in de doctrine van ‘*over-collaterisatie*’. Dit betekent dat een concernonderdeel gebonden is aan een maximum bij het vestigen van zekerheden. De vuistregel in Duitsland is dat de zekerheden die een concernonderdeel aan een derde geven in waarde niet hoger mogen zijn dan 150% dan de waarde van de activa van een concernonderdeel.¹²⁷³ Deze regel volgt uit §138 BGB (‘*guten Sitten*’) op grond waarvan ‘*Knebelung*’ van een concernonderdeel niet mogelijk is. Dit staat omschreven als rechtshandelingen die tot ‘*auffälligen Missverhältnis zu der Leistung stehen*’. Het gevolg van de doctrine van ‘*over – colleralisatie*’ kan zijn dat zekerheid wel geldig is, maar de zekerheidsnemer de zekerheid moet afwaarderen tot het niveau dat redelijkerwijs nodig is voor het afdekken van het risico voor het concernonderdeel.¹²⁷⁴ De bank moet hier rekening mee houden als de bank het Duitse concernonderdeel aanspreekt op de persoonlijke zekerheid. Om te voorkomen dat een bank als gevolg van de doctrine van ‘*over-collaterisatie*’

¹²⁷² Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme, 2-IIb 2019/134.

¹²⁷³ Wood 2007-bb, p. 493 – 495.

¹²⁷⁴ Thiele 2003, p. 178 – 192.

beperkt is het concernonderdeel in Duitsland aan te spreken kan de bank kiezen een concernonderdeel in een ander land aan te spreken. Dit concernonderdeel moet het te veel betaalde geld dan via een regresrecht bij het Duitse concernonderdeel terug zien te krijgen. Als dit concernonderdeel eveneens beperkt is het geld bij het Duitse concernonderdeel terug te vorderen vanwege de doctrine van ‘*over-collaterisatie*’ dan heeft de doctrine als effect dat de concernonderdelen in de andere landen een relatief grote schuldenlast moeten dragen in vergelijking met het concernonderdeel in Duitsland. De Duitse wetgever heeft immers gekozen de belangen van de concurrente schuldeisers te beschermen door een expliciete grens te stellen aan de hoogte van de zekerheden. In andere landen, zoals Nederland, hebben de wetgevers deze keuze niet gemaakt. Bij faillissement van de concernonderdelen kan dit meebrengen dat de concurrente schuldeisers van de concernonderdelen uit andere landen mogelijk een relatief grote schuldenlast voor hun rekening moeten nemen.

In de hoofdstukken 10 en 11 ben ik al ingegaan op een eventuele belemmering van het vrije verkeer van kapitaal bij een verschil in recht in het zekerhedenrecht (artikel 63 VWEU). De vraag is in hoeverre de doctrine van ‘*over-collaterisatie*’ een ongeoorloofde belemmering van het vrije verkeer met zich mee kan brengen. Een eerste vraag hier is in hoeverre deze bepaling valt binnen de reikwijdte van artikel 345 VWEU. Uit dit artikel volgt dat het Europese recht de regeling van het eigendomsrecht van een lidstaat onverlet laat. In hoofdstuk 10 ben ik hier al uitgebreid op ingegaan. Dit artikel geldt niet voor beperkingen bij het vestigen van persoonlijke zekerheden. Dergelijke zekerheden behoren immers tot het contractenrecht en niet tot het eigendomsrecht. De doctrine van ‘*over-collaterisatie*’ brengt echter ook beperkingen met zich mee bij het vestigen van goederenrechtelijke zekerheden en voor dergelijke zekerheden is artikel 345 VWEU wel van belang. In hoofdstuk 10 heb ik al uitgelegd dat artikel 345 VWEU niet belet om een mogelijke belemmering vanwege een verschil in het zekerhedenrecht te toetsen aan de bepalingen van het Europese vrije verkeer.

De doctrine van ‘*over-collaterisatie*’ brengt een verschil in wetgeving tot uiting bij het vestigen van persoonlijke zekerheden. De doctrine beperkt een financier persoonlijke zekerheden te vestigen met een concernonderdeel in Duitsland. Op grond van het recht in het land van vestiging van de financier geldt de beperking mogelijk niet. Als de bank bijvoorbeeld in het VK is gevestigd dan heeft deze bank bij het vestigen van een persoonlijke zekerheid in het VK niet te maken met de doctrine van ‘*over-collaterisatie*’. Dit kan een reden voor een bank zijn geen financiering aan het Duitse concernonderdeel beschikbaar te stellen. Daarmee brengt de doctrine een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal met zich mee. De vraag is vervolgens in hoeverre de Duitse wetgever een dwingende reden van algemeen heeft deze belemmering op te werpen. Zoals ik al heb aangegeven kan de rechtvaardiging erin zijn gelegen de belangen van de concurrente schuldeisers van een rechtspersoon in Duitsland te beschermen. Dit is een gerechtvaardigd belang. Het vaststellen van een maximum aan de hoogte van zekerheden is daarbij een geschikt en proportioneel instrument te voorkomen dat een rechtspersoon in Duitsland te veel zekerheden aangaat. Het is een geschikt instrument, omdat concurrente schuldeisers met de regel tot een bepaalde hoogte te maken hebben met een schuldeiser die een zekerheid heeft. Zij weten dat er geen zekerheidsnemers zijn die meer zekerheden hebben dan het gestelde maximum. De maatregel gaat ook niet verder dan nodig. De zekerheidsnemers weten vooraf tot welke hoogte er zekerheden mogelijk zijn en kunnen hier rekening mee houden. De doctrine van ‘*over-collaterisatie*’ in Duitsland kan daarmee in mijn ogen niet in strijd zijn met de bepalingen over het vrije verkeer van kapitaal. Dit betekent dus dat een lidstaat een grens kan stellen aan de hoogte van zekerheden. Dit geldt ook als schuldeisers in een ander land hierdoor een relatief grotere last van de concernschuld moeten dragen. Dat betekent dat er nog steeds transactiekosten zijn vanwege een verschil in recht. De Europese Commissie kan deze transactiekosten wegnemen met een uniforme regeling voor de wijze waarop lidstaten de inzet van zekerheidsrechten tot een maximum willen beperken. De Europese Commissie moet dan kiezen voor een regeling om de concurrente schuldeisers te beschermen

conform een regeling zoals die in Duitsland geldt of voor een regeling zonder maximum. Als de Europese Commissie voor het laatste kiest dan is dit in het nadeel van de schuldeisers in Duitsland en in het voordeel van een financier die met meer zekerheden kan financieren. Een uniforme regeling zou daarmee leiden tot een verschuiving van transactiekosten. Vanuit het uitgangspunt van efficiëntie zie ik geen argument hoe de Europese Commissie voor de ene of de andere kan kiezen, tenzij de Europese Commissie kan betogen dat de transactiekosten voor een internationale opererende partij dermate hoog zijn dat een uniforme regeling noodzakelijk is.

13.2.2 Regresrecht en interne draagplicht

13.2.2.1 Regresrecht

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?
- In welke mate ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht?

Hierboven noemde ik al het regresrecht. Als een concernonderdeel de schuld aan de bank heeft voldaan dan heeft dit concernonderdeel een regresvordering tegen de andere concernonderdelen die een aandeel in de schuld hebben. Dit recht geldt als het concernonderdeel bijvoorbeeld de volledige vordering of een gedeelte aan de bank heeft betaald terwijl de andere concernonderdelen eveneens gebruik van de concernfinanciering hebben gemaakt. Het concernonderdeel dat door de bank is aangesproken betaalt eigenlijk te veel of meer dan haar eigen aandeel in de schuld (draagplicht). Op dit laatste kom ik nog terug. Met het regresrecht kan het concernonderdeel dat te veel heeft betaald de andere concernonderdelen aanspreken voor zover de concernschuld niet aan haar is toe te rekenen. De combinatie van de hoofdelijke aansprakelijkheid in combinatie met het regresrecht vormen daarmee het juridische instrumentarium om de transactiekosten van de bank te verplaatsen naar het concern. De bank hoeft niet zelf na te gaan welk concernonderdeel wel en niet heeft geprofiteerd van de concernschuld en welk

concernonderdeel de bank aan moet spreken. De bank heeft een vordering voor het geheel op elk concernonderdeel. Een bank hoeft relatief weinig transactiekosten te maken (minder uitzoekkosten en een lager risico op wanbetaling). De concernonderdelen zoeken zelf uit hoe zij de concernschuld verdelen en zorgen onderling dat de juiste concernonderdelen hun gedeelte van de concernschuld betalen. De concernonderdelen zijn beter dan de bank in staat de concernschuld onderling te verdelen en te zorgen dat de concernonderdelen hun eigen deel betalen. De transactiekosten die de concernonderdelen moeten maken zijn relatief lager dan eventuele transactiekosten die een bank moet maken, mede vanwege de informatieachterstand van de bank.

In Nederland is het regresrecht opgenomen in artikel 6:10 BW. Hieruit volgt dat een concernonderdeel die de concernschuld heeft betaald, maar voor een groter gedeelte dat hem aangaat, het te veel betaalde kan terugvorderen bij de andere concernonderdelen die zich eveneens hoofdelijk aansprakelijk hebben gesteld. Het concernonderdeel kan slechts dat deel bij een ander concernonderdeel terugvorderen voor het gedeelte dat dit concernonderdeel aangaat (draagplicht). Dat betekent dus dat het concernonderdeel bij een ander concernonderdeel niet meer mag terugvorderen dan het gedeelte van de concernschuld dat aan dat concernonderdeel is toe te rekenen.¹²⁷⁵ Als blijkt dat een concernonderdeel (die zelf draagplichtig is) geen verhaal bij andere draagplichtige concernonderdelen kan halen dan kan deze het onverhaalbaar gebleken gedeelte naar evenredigheid omslaan naar de andere draagplichtige concernonderdelen (artikel 6:13 lid 1 BW). Als een concernonderdeel dat niet draagplichtig is de schuld aan de bank heeft betaald dan kan het onverhaalbare gedeelte naar evenredigheid omslaan naar de

¹²⁷⁵ Van Oostrum 2019-a, p. 63 beschrijft het Nederlandse stelsel als een cascadereges. De aangesproken schuldenaar kan het totaal betaalde bedrag minus zijn aandeel op de medeschuldenaren vorderen. Zie ook Van Uhm 2017 en Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern Insolad* Jaarboek 2017/9.2.1. waarin de regresmogelijkheden staan beschreven bij hoofdelijke aansprakelijkheid en een borgtocht.

draagplichtige concernonderdelen en in tweede instantie ook naar de niet-draagplichtige concernonderdelen (artikel 6:13 lid 2 BW).¹²⁷⁶ Ik kom nog terug op de interne draagplicht van de concernschuld binnen het concern. In Duitsland volgt een regresrecht uit § 426 BGB dat net als in Nederland van regeland recht is.¹²⁷⁷ De concernonderdelen zijn voor gelijke delen verplicht bij te dragen aan de concernschuld, voor zover de concernonderdelen geen andere afspraken hebben gemaakt. Als één van de concernonderdelen de schuld aan de bank betaalt gaat de vordering van de bank over naar het concernonderdeel dat aan de bank heeft betaald. In het VK en de VS staat het regres bekend als de ‘*right of reimbursement*’. Dit recht kan volgen uit de wet (‘*statutory reimbursement*’) of uit bijvoorbeeld een ‘*indemnity contract*’.¹²⁷⁸

In internationaal verband is de rechtsverhouding tussen het betalende concernonderdeel en de bank bepalend om het toepasselijke recht op regresvorderingen te bepalen (artikel 16 van de Rome – I verordening).¹²⁷⁹ Als de bank dus een concernonderdeel in Duitsland aanspreekt op het betalen van een schuld van een ander concernonderdeel die uit de persoonlijke zekerheid voortvloeit dan hangt het toepasselijk recht voor een eventuele regresvordering af van het recht dat de contractuele rechtsverhouding tussen de bank en het concernonderdeel beheerst. Als deze partijen het Duitse recht hebben afgesproken dan kan het concernonderdeel op grond van het Duitse recht een regresvordering bij de andere concernonderdelen indienen. De andere concernonderdelen kunnen zich blijven beroepen op de verweren die zij hebben op grond van het toepasselijke recht dat hun rechtsverhouding met de bank beheerst (artikel 16 van de Rome – I verordening). Als bijvoorbeeld de bank en de Nederlandse concernonderdelen het

¹²⁷⁶ Zie ook Van Uhm 2017, Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern Insolad* Jaarboek 2017/9.2.2. en Van Oostrum 2019-b.

¹²⁷⁷ Van Oostrum 2019-a, p. 46.

¹²⁷⁸ Henkel 2014.

¹²⁷⁹ Zie ook Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/690 – 692.

Nederlandse recht van toepassing hebben verklaard dan kunnen deze concernonderdelen de verweren blijven gebruiken die zij op grond van het Nederlandse recht hebben. De bank en de moeder kunnen afspreken voor alle persoonlijke zekerheden hetzelfde recht van toepassing te verklaren, bijvoorbeeld het recht van de lidstaat waar de bank of de moeder is gevestigd. Op deze manier kunnen de bank en de moeder zorgen dat alle concernonderdelen op dezelfde wijze gebruik kunnen maken van hun regresrecht zodat een risico vanwege een verschil in wetgeving wegvalt.

13.2.2.2 Interne draagplicht tussen de concernonderdeel

De vraag is vervolgens hoe de concernonderdelen de schuld binnen een concern kunnen verdelen. Dit staat bekend als het vraagstuk van de interne draagplicht. In Nederland is dit vraagstuk in een aantal arresten van de HR aan de orde gekomen.¹²⁸⁰ In Nederland kan een concernonderdeel de andere concernonderdelen aanspreken tot ten hoogste het bedrag dat het andere concernonderdeel aangaat (artikel 6:10 BW). Het regresrecht is daarmee beperkt tot de interne draagplicht van elk concernonderdeel. De concernonderdelen zijn onderling niet hoofdelijke aansprakelijk.¹²⁸¹ Dit is logisch, omdat de schuld anders continue zou worden doorgeschoven naar andere concernonderdelen. Het regresrecht heeft immers als functie dat het concern de schuld intern gaat verdelen om zo een mogelijke discrepantie op te heffen tussen de externe aansprakelijkheid van een concernonderdeel die is aangesproken en de interne verdeling van de lasten tussen de concernonderdelen.¹²⁸² De vraag is welk deel van de schuld elk concernonderdeel moet dragen. De interne draagplicht kan worden beperkt tot het

¹²⁸⁰ Van Oostrum 2019-a geeft aan dat in Duitsland, België en Frankrijk nauwelijks debat is over het regresdebat.

¹²⁸¹ Zie HR van 13 juli 2012 (ECLI:NL:HR:2012:BW4206; (Janssen q.q. / JVS Beheer).

¹²⁸² Van Oostrum 2019-a, p. 13.

bedrag dat het concernonderdeel daadwerkelijk van de concernfinanciering gebruikt. Dit staat dan bekend als het ‘*profijtbeginsel*’ waarbij een onderscheid gemaakt kan worden tussen een ruime of enge benadering van profijt.¹²⁸³ In de ruime benadering profiteert een concernonderdeel in algemene zin van concernfinanciering, omdat de concernfinanciering altijd wordt gebruikt voor financiering van activiteiten die voor elk concernonderdeel gunstig zijn. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme wijzen echter op de praktische bezwaren en volgens hen zou een dergelijke regel concernfinanciering te veel belemmeren.¹²⁸⁴ Struycken en Keukens pleiten voor een enge benadering van profijt waarbij vast moet komen te staan welke deel van de concernfinanciering een concernonderdeel heeft gebruikt.¹²⁸⁵ Van Oostrum¹²⁸⁶ bepleit dat het machts criterium de basis voor de draagplicht moet zijn. In een concern bepaalt de moeder het volledige beleid van alle concernonderdelen. Dat betekent ook dat de moeder in eerste instantie degene is die de draagplicht op zich heeft genomen.

De HR heeft zich over de interne verdeling van de concernfinanciering uitgelaten in de zaak Janssen q.q. / JVS Beheer.¹²⁸⁷ De HR komt in dit arrest op grond van een aantal vaste stappen tot een interne verdeling van de concernschuld. In eerste plaats kijkt de HR naar de gemaakte afspraken over de interne verdeling. Deze afspraken zijn leidend. Als geen afspraken zijn gemaakt kijkt de HR naar de

¹²⁸³ Van Oostrum 2019-a en Van Oostrum 2019-b spreekt van een enkelvoudige of geconsolideerde benadering van draagplichtvraagstukken. Zie ook Bartman & Dorresteijn/Olaerts, *Van het concern* 2020/7.4.1. Zie Heesterbeek 2021 voor een overzicht in de literatuur over de invulling van het profijtbeginsel.

¹²⁸⁴ Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme, 2-IIb 2019/134.

¹²⁸⁵ Zie Struycken en Keukens in Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/9.3.

¹²⁸⁶ Van Oostrum 2019-a en Van Oostrum 2019-b.

¹²⁸⁷ HR van 13 juli 2012, zaakno. 10/05295 (Janssen q.q. / JVS Beheer). Zie ook Van Oostrum 2019-a, p. 144 – 158 waarin hij uitleg geeft over het profijtbeginsel als heersende leer voorafgaand aan het arrest van de HR van 2012.

mate waarin de concernonderdelen gebruik van een concernfinanciering hebben gemaakt, bijvoorbeeld op grond van de administratie van het concern.¹²⁸⁸ Als dit eveneens onvoldoende aanknopingspunten biedt dan geldt dat de schuld in gelijke mate tussen de concernonderdelen moet worden verdeeld zoals bepaald in artikel 6:6 lid 1 BW. Winter en Timmermans benadrukken daarbij dat een concernonderdeel de ruimte moet krijgen te bewijzen dat dit concernonderdeel in het geheel niet van het concernkrediet gebruik heeft gemaakt en dus niet met een regresvordering kan worden aangesproken.¹²⁸⁹ Zij geven aan dat vaak het probleem is dat binnen een concern helemaal geen afspraken zijn gemaakt over een interne verdeling.¹²⁹⁰ Als een concernonderdeel niet kan aantonen dat zij geen gebruik van de concernfinanciering heeft gemaakt en geen andere afspraken zijn gemaakt dan is een gelijke verdeling van de concernschuld de maatstaf.¹²⁹¹

13.2.2.3 Beperken van het regresrecht

Over de interne draagplicht legt Snijders¹²⁹² uit dat een bank en een moeder belang kunnen hebben de regresaanspraken van elk concernonderdeel uit te sluiten of in te perken. Dit betekent dat de bank wel een concernonderdeel kan aanspreken

¹²⁸⁸ Winter en Timmerman 2012.

¹²⁸⁹ Winter en Timmerman 2012.

¹²⁹⁰ Bartman 2012 leest in het arrest een omarming van de HR van het zogenoemde profijtbeginsel. Zie ook Struycken en Keukens in Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/9.3. die aangeven dat uit de jurisprudentie en Parlementaire Geschiedenis niet is af te leiden dat in Nederland een ruim profijtbeginsel geldt. Bartman & Dorresteijn/Olaerts, *Van het concern* 2020/7.4.2. geven aan dat een concernonderdeel draagplichtig kan zijn als deze bijvoorbeeld indirect toegang tot de concernfinanciering zou hebben gehad.

¹²⁹¹ Bartman 2016, p. 368 – 369 die als kritiek uit dat de HR met dit arrest bepaalde onderwerpen volstrekt duister blijven zoals het belang van indirect profijt. Van Oostrum 2019-a pleit voor een andere maatstaf van verdeling binnen een concern. In een hecht concern zou de moeder draagplichtig moeten zijn en niet de instrumentele dochter.

¹²⁹² Snijders 2012. Zie ook Van Oostrum 2019-a, p. 187 – 191.

op nakoming van het geheel van de schuld, maar dat dit concernonderdeel vervolgens de concernschuld niet meer via het regresrecht bij de andere concernonderdelen kan verhalen. Dit betekent dus een beperking van de interne verdeling binnen een concern. De bank en de moeder kunnen de totale schuldenlast dan bij één concernonderdeel neerleggen, ook al heeft dit concernonderdeel maar beperkt of in het geheel niet gebruik gemaakt van het concernkrediet. De curator van het failliete concernonderdeel heeft dan niet meer de mogelijkheid de schuld via een regresrecht bij andere concernonderdelen te verhalen. Daarmee kunnen de bank en de moeder het faillissement van een concernonderdeel als het ware isoleren van de rest van het concern. Van Oostrum legt uit dat het voor het succes van een herstructurering of verkoop van een concernonderdeel nodig kan zijn dat de achtergebleven concernonderdelen de renderende concernonderdelen niet via een regres alsnog aan kunnen spreken.¹²⁹³ Voor de schuldeisers van de andere concernonderdelen is dit voordelig, omdat zij te maken hebben met een minder grote concurrente vordering van de bank. De schuldeisers van het failliete concernonderdeel dragen wel de volledige lasten van de concernschuld.

Snijder beschrijft de juridische mogelijkheden van het regresrecht af te zien, bijvoorbeeld door het concernonderdeel contractueel afstand te laten doen van de regresvordering of de regresvordering bij voorbaat aan de bank te verpanden.¹²⁹⁴ In het Nederlandse recht is van belang vast te stellen in hoeverre regresvorderingen bestaande en geen toekomstige vorderingen zijn.¹²⁹⁵ Door de faillietverklaring verliest het concernonderdeel van rechtswege de beschikking over de failliete boedel vanaf de dag van faillissement (artikel 23 Fw). Als een vordering pas na faillissement ontstaat dan hoort die vordering tot de failliete boedel. Het is aan de curator om het regresrecht wel of niet in te zetten. De heersende leer was altijd dat het regresrecht een bestaande vordering was en dat het regresrecht al ontstaat bij

¹²⁹³ Van Oostrum 2019-a, p. 187 – 191.

¹²⁹⁴ Snijders 2012, p. 158.

¹²⁹⁵ Zie ook Reumers 2007, p. 67 – 68.

het aangaan van de overeenkomst waarin de hoofdelijke aansprakelijkheid is opgenomen. Het regresrecht was in deze visie tot stand gekomen onder opschortende voorwaarde van de betaling op grond van de hoofdelijke aansprakelijkheid.¹²⁹⁶ Een opschortende voorwaarde doet de werking van het regresrecht aanvangen op het moment dat een concernonderdeel wordt aangesproken (artikel 6:22 BW). Het regresrecht is in deze visie onlosmakelijk verbonden met de verklaring van de hoofdelijke aansprakelijkheid. De regresvordering is een bestaande vordering en dit betekent dat de bank en het concernonderdeel kunnen afspreken de regresvordering achter te stellen ten opzichte van alle andere concurrente vorderingen of de partijen kunnen een pandrecht op de regresvordering vestigen. De HR heeft zich op 6 april 2012 in de zaak ASR/Achmea uitgelaten over de juridische kwalificatie als bestaande of toekomstige vordering van het regresrecht. De HR beschrijft dat een regresvordering pas ontstaat als de hoofdelijke schuldenaar de schuld voldoet voor meer dan het deel dat hem aangaat.¹²⁹⁷ Het regresrecht ontstaat volgens de HR niet onder een opschortende voorwaarde bij het afgeven van de verklaring van de hoofdelijke aansprakelijkheid, maar volgt direct uit de wet. Het regresrecht is daarmee een zelfstandig recht dat van rechtswege ontstaat op het moment dat een concernonderdeel op grond van haar persoonlijke zekerheid meer betaalt dan haar eigen draagplicht. Daarmee is de regresvordering een toekomstige vordering.¹²⁹⁸ De centrale vraag die de HR in deze zaak moest beantwoorden was of een gesubrogeerde regresvordering verjaard was.¹²⁹⁹ De verjaringstermijn gaat in vanaf

¹²⁹⁶ Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I* 2012, p. 101 en Reumers 2007, p. 67 – 68.

¹²⁹⁷ r.o. 3.6. HR 6 april 2012, (ECLI:NL:HR:2012: BU3784; ASR/Achmea).

¹²⁹⁸ Snijders 2012, p. 166 geeft aan dat denkbaar is dat de HR hier geen algemeen standpunt over regres in heeft willen nemen en dat de bewoordingen van de HR ongelukkig zijn.

¹²⁹⁹ Deze zaak ging over een gesubrogeerd regresrecht van een verzekeraar gericht op een andere verzekeraar. Van Oostrum 2019-a (p. 193 – 194) legt uit dat in de literatuur wel discussie is geweest over de vraag of deze zaak niet zeer casuïstiek is. Volgens van Oostrum geldt de zaak in ieder geval voor een regresvordering die ontstaat uit een borgtocht of een hoofdelijke aansprakelijkheid.

het moment dat de schade en de aansprakelijke persoon bekend zijn (rechtsoverweging 3.6 en artikel 3:310 lid 1 BW). Bij regres is dit pas duidelijk als de hoofdelijke aansprakelijkheid wordt ingeroepen. Pas nadat een concernonderdeel is aangesproken en meer heeft betaald dan de schuld hem aangaat heeft dit concernonderdeel de keuze het regresrecht wel of niet in te zetten. Het is pas duidelijk dat een regresvordering van een concernonderdeel ontstaat nadat de bank kiest om juist dit concernonderdeel aan te spreken en nadat is vastgesteld dat een concernonderdeel meer heeft betaald dan haar eigen draagplicht.

Voor de bank brengt de uitspraak en de discussie over het karakter onzekerheden met zich mee. Snijders stelt alternatieve constructies voor.¹³⁰⁰ Een mogelijkheid is om bij het aangaan van het contract tot concernfinanciering af te spreken de interne draagplicht te beperken. Een afspraak kan zijn dat elk concernonderdeel draagplichtig is voor het bedrag waarvoor de bank het betreffende concernonderdeel aanspreekt. De interne draagplicht van elk concernonderdeel is daarmee contractueel gelijk aan de daadwerkelijke betaling aan de bank.¹³⁰¹ In dat geval is geen regresvordering meer mogelijk, omdat het regresrecht alleen geldt voor het bedrag dat de interne draagplicht te boven gaat. De oplossing van Rongen is eenvoudiger en in zijn visie valt de schade mee.¹³⁰² Partijen kunnen contractueel immers afspreken dat hun regresvorderingen zijn achtergesteld of dat concernonderdelen op voorhand afzien van hun regresrecht

¹³⁰⁰ Snijders 2012. ¹³⁰⁰Zie ook Rongen 2013, p. 15, Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern Insolad* Jaarboek 2017/9.6.2. waarin als stelling is opgenomen dat verpanding van een regresrecht nog steeds mogelijk is. Voor een uitleg over pandrecht en een toekomstige regresvordering zie ook Van Oostrum 2019-a, p. 220 – 225). Zie ook Van Sonsbeeck 2018.

¹³⁰¹ Zie HR van 13 juli 2012, zaakno. 10/05295 (Janssen q.q. / JVS Beheer).

¹³⁰² Rongen 2013, p. 11. Zie ook Van Uhm 2017.

(artikel 6:160 BW).¹³⁰³ Een faillissement heeft geen gevolgen voor de inhoud van bestaande overeenkomsten. De HR heeft aangegeven dat contractueel afspraken over regresvorderingen die zijn aangegaan voorafgaand aan het faillissement bestaande (voorwaardelijke) afspraken zijn.¹³⁰⁴ Dat zou ook gelden voor een contractuele afspraak waarbij is afgesproken afstand te doen van een regresvordering. Verder geeft de HR aan dat een pandrecht op een regresvordering, ook als deze vordering toekomstig is, mogelijk is voor zover deze voortvloeit uit een reeds bestaande rechtsverhouding (artikel 3:239 lid 1 BW).¹³⁰⁵ De HR gaat in deze zaak in op de overeenkomst tot borgtocht (artikel 7:865 BW). De regresvordering van de borg volgt, volgens de HR, niet automatisch uit de overeenkomst tot borgtocht, maar uit de wet. Dit is anders als de hoofdschuldenaar partij is bij de overeenkomst. In dit geval moet worden aangenomen dat het gaat om een contractuele afspraak over regresvorderingen en dat dus sprake is van een bestaande rechtsverhouding. In die rechtsverhouding kunnen de partijen ook een regresvordering onder opschortende voorwaarde afspreken.¹³⁰⁶ De HR benadrukt dat het een kwestie van uitleg van de verklaringen en gedragingen van partijen of is voldaan aan de eis dat een hoofdschuldenaar partij is geworden bij een overeenkomst voor een persoonlijke zekerheid.

Bij concernfinanciering hangt het dus af van de afspraken die de concernonderdelen onderling hebben gemaakt bij het aangaan van het contract met

¹³⁰³ Voor een uitleg over afstand van recht (p. 214 – 219) en achterstelling (p. 225 – 228) zie Van Oostrum 2019-a. Zie ook Van Uhm 2017 en Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/9.6.3.

¹³⁰⁴ Zie HR van 16 oktober 2015 (ECLI:NL:HR:2015:3023; Lage Landen). Deze zaak ging over toepassing van Beide schuldeisers hebben zich tegenover elkaar hoofdelijk aansprakelijk gesteld. Zie ook Van Uhm 2017 en Van Oostrum 2019-a, p. 193 – 199.

¹³⁰⁵ Zie HR van 16 oktober 2015 (ECLI:NL:HR:2015:3023; Lage Landen). Zie ook Van Uhm 2017, Van Sonsbeeck 2018 of Bartman & Dorresteyn/Olaerts, *Van het concern* 2020/7.4.2.

¹³⁰⁶ HR van 16 oktober 2015 (ECLI:NL:HR:2015:3023; Lage Landen). Zie ook Van Oostrum 2019-a, p. 197.

de bank voor de concernfinanciering. Als de concernonderdelen dit contract mede hebben ondertekend dan hebben de concernonderdelen een bestaande rechtsverhouding met de bank. In dat geval is een pandrecht op de regresvordering van een concernonderdeel mogelijk. Als de concernonderdelen geen partij bij de overeenkomst is dan krijgt het concernonderdeel dat is aangesproken op grond van de wet een regresvordering.

13.2.2.4 Transparantie van het beperken van het regresrecht

Conclusie: Aanbevelingen Europese Commissie

Een punt dat ik in deze discussie mis is dat een beperking van het regresrecht derdenwerking heeft in de zin dat de positie van concurrente schuldeisers door de beperking geraakt kunnen worden. Dit doet zich voor bij een concernonderdeel dat is aangesproken door de bank en meer heeft betaald dan haar eigen draagplicht. Stel dat dit concernonderdeel failliet gaat. De curator kan normaliter met een regresrecht het te veel betaalde verhalen bij een ander concernonderdeel. Op deze manier kan de curator dit te veel betaalde uitkeren aan de concurrente schuldeisers. Als de curator het regresrecht niet in kan zetten dan hebben de concurrente schuldeisers een minder grote verhaalspositie. Het afzien van het regresrecht heeft invloed op de positie van de concurrente schuldeisers.¹³⁰⁷ De vraag is hier of het voordeel van de bank of andere concernonderdelen opweegt tegen het nadeel van de concurrente schuldeisers van het concernonderdeel dat geen mogelijkheid meer heeft op regres. De functie van het regresrecht is in mijn ogen om de concernfinanciering zo goed mogelijk tussen de concernonderdelen te verdelen en op die manier de transactiekosten te verplaatsen van de bank naar de concernonderdelen. De contractuele afspraken over het afzien van het regresrecht

¹³⁰⁷ Zie ter vergelijking ook Bartman 2012, randnummer 9 en 10 die aangeeft dat bestuurders (zoals de moeder) zich op glad ijs bevinden om zomaar van hun regresrecht afstand te doen. Zie ook Van Oostrum 2019-a, p. 205 - 211 die wijst op mogelijk paulineus handelen of onrechtmatig handelen in de aanloop van een faillissement.

of een pandrecht op een regresvordering doorkruist deze functie. Als de bank en de moeder deze afspraken maken dan moet de beperking van het regresrecht in ieder geval voor de schuldeisers transparant zijn zodat zij hier rekening mee kunnen houden. In hoofdstuk 11 ben ik al ingegaan op het belang van transparantie bij zekerheden. Als het dus mogelijk is het regresrecht te beperken dan moet dit transparant worden gemaakt. Ik verwijs hierbij naar mijn beschrijving van Europese regels over registratie van zekerheden uit hoofdstuk 11.

13.3 Zekerheden op aandelen

13.3.1 Regelgeving over zekerheden op aandelen

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

Een bank kan concernfinanciering beschikbaar stellen als blijkt dat de geconsolideerde kasstromen voldoende zijn de concernschuld terug te betalen. Met de totale geconsolideerde inkomsten van het concern moet de moeder de concernschuld en de rente terug kunnen betalen. Een risico voor de bank is dat de moeder de aandelen van een goedlopend concernonderdeel verkoopt waardoor de geconsolideerde kasstromen minder worden. Een manier om dit risico voor de bank te beheersen is met een zekerheid op de aandelen die de moeder in de dochters houdt.¹³⁰⁸

In de verschillende landen zijn zekerheden op aandelen mogelijk. Voor een concernonderdeel dat naar Nederlands recht is opgericht kan de moeder (als pandgever) ten behoeven van de bank (als pandnemer) een pandrecht op de aandelen van een BV vestigen voor zover de statuten niet anders bepalen (artikel

¹³⁰⁸ Zie bijvoorbeeld Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern* Insolad Jaarboek 2017/9.5.1.

2:198 lid 1 BW). Het vestigen van het pandrecht werkt mede van rechtswege tegenover het concernonderdeel. De bank kan de rechten die uit het pandrecht voortvloeien uitoefenen als het concernonderdeel bij het vestigen van het pandrecht zelf partij is of nadat het concernonderdeel het pandrecht heeft erkend, bijvoorbeeld door inschrijving van het pandrecht in het aandeelhoudersregister of als de akte aan het concernonderdeel is betekend (artikel 2:196a BW). De moeder heeft als aandeelhouder de stemrechten op de aandelen (artikel 2:198 lid 2 BW). De bank kan echter bij het aangaan van het pandrecht of nadien schriftelijk bedingen dat de bank het stemrecht uit kan oefenen, eventueel onder een opschortende voorwaarde (artikel 2:198 lid 3 BW). Een voorwaarde is dat de bank als pandnemer een persoon is aan wie de aandelen vrijelijk kunnen worden overgedragen. Als dit niet het geval is, bijvoorbeeld vanwege een blokkeringsregeling, dan moet de overgang van het stemrecht zijn goedgekeurd door een orgaan dat daartoe in de statuten is aangewezen of, bij gebreken daarvan, de algemene vergadering van aandeelhouders. In de statuten van de dochter kunnen van de voorgaande bepalingen worden afgeweken (artikel 2:198 lid 3 BW). Als de pandnemer de stemrechten uitoefent dan is de hoofdregel dat deze aan haar worden toegerekend om te bepalen in hoeverre het concernonderdeel een dochteronderneming is van de pandnemer (artikel 24a lid 3 BW). Als de aandelen echter zijn verpand voor een lening die de pandhouder heeft verstrekt in de gewone uitoefening van zijn bedrijf, zoals bij een lening van een bank, dan worden de stemrechten hem slechts toegerekend indien de bank deze in het eigen belang heeft uitgeoefend (artikel 2:24a lid 3 BW).¹³⁰⁹

¹³⁰⁹ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2 – II* 2009, nr. 315 en Asser / Van Olfen & Rensen – 2-IIa 2019/423 e.v.

In Duitsland kan de bank een ‘*Sicherheitstransfer*’ of een pandrecht op de aandelen vestigen.¹³¹⁰ De bank wordt dan feitelijk aandeelhouder met alle bijbehorende rechten en plichten. De zekerheidsnemer loopt het risico dat de lening wordt gezien als een lening van de aandeelhouder aan de dochter. In Engeland zijn eveneens zekerheden op de aandelen mogelijk. Dit kan bijvoorbeeld door ‘*mortgages*’ op de aandelen.¹³¹¹ Het eigendomsbewijs van de aandelen wordt dan als zekerheid aan de bank overgedragen. Als de ‘*mortgage*’ in het aandeelhoudersregister wordt ingeschreven dan is de bank tevens ‘*member*’ van de dochter en kan daarmee alle rechten uitoefenen die aan het lidmaatschap zijn verbonden (recht op dividend en het stemrecht). Het nadeel is dat de bank de ‘*stampduty*’ moet betalen en dat de bank kan worden aangesproken op bijvoorbeeld volstorting van de aandelen. Als de bank die de ‘*mortgage*’ verkrijgt een zekerheid heeft gevestigd op meer dan de helft van de aandelen van een concernonderdeel dan kan dit concernonderdeel worden beschouwd als een dochteronderneming van de bank zoals bedoeld in s. 1159 Company Act 2006. In Schedule 6 (7) Company Act 2006 staat echter dat de aandeelhoudersrechten die volgen uit het vestigen van een zekerheid worden geacht te worden gehouden door degene die de zekerheid heeft verschaft, in casu de moeder. Er moet aan een aantal voorwaarden worden voldaan. De aandeelhoudersrechten moeten worden uitgeoefend voor het behoud van de zekerheid waarbij de rechten moeten worden uitgevoerd conform de instructies van de moeder als aandeelhouder van het concernonderdeel. De tweede voorwaarde is dat de zekerheid op de aandelen nodig is ter zekerheid van nakoming van een lening die is verstrekt in de normale bedrijfsvoering van een bank waarbij de aandeelhoudersrechten in het belang van

¹³¹⁰ Thiele 2003, p. 199 – 209. Zie ook Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), *De Curator en het Concern Insolad* Jaarboek 2017/4.4. over de executie van een pandrecht en mogelijke alternatieven.

¹³¹¹ Thiele 2003, p. 111 - 113. Volgens Thiele is er een tendens om ‘*mortgages*’ op aandelen te vestigen (Thiele 2003, p. 135 – 138).

de moeder moeten worden uitgeoefend (Schedule 6 (7) Company Act 2006). Als de zekerheid meebrengt dat de bank meer dan eenderde van de stemrechten heeft dan kan de zekerheid als ‘*connected with the company*’ worden gezien waardoor er een risico kan zijn dat de zekerheid wordt aangetast wegens bijvoorbeeld ‘*preferences*’ of ‘*transactions under value*’ (ss. 249, 435 (10), 238 en 239 Insolvency Act 1986). Een bank kan in Engeland tevens een ‘*pledge*’ op de aandelen vestigen. De aandelen komen dan in bezit van de bank. In de praktijk wordt echter vaak gekozen voor ‘*legal mortgage*’ of een ‘*charge*’ op de aandelen. Dit laatste heeft als voordeel dat deze zich kan uitstrekken tot toekomstige verkregen aandelen. Het voordeel van de ‘*mortgage*’ kan zijn dat deze in bepaalde gevallen als ‘*legal right*’ in rang voor kan gaan op de ‘*charge*’.¹³¹² In de VS zijn de zekerheden op de aandelen te beschrijven als zekerheden over ‘*investment property*’. Dit is omschreven als een gecertificeerde of niet gecertificeerde zekerheid waaronder aandelen (§ 9 – 102 (a) (49) en 8 – 102 UCC).

13.3.2 Zekerheden op aandelen in internationaal verband

(Tussen)conclusie: Vaststellen verschillen in recht

- In hoeverre is voor partijen te voorzien welk recht van toepassing is?
- In welke mate ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht?

De werking van zekerheden op aandelen en de mate waarin de stemrechten gebruikt kunnen worden in internationaal verband bepaald hangt samen met het toepasselijke recht volgens het IPR van elke land. In Nederland is een apart hoofdstuk opgenomen (afdeling 4 boek 10 BW) voor het goederenrechtelijke regime voor aandelen. Voor zekerheden op aandelen op naam geldt het recht dat van toepassing is op de rechtspersoon die het aandeel uitgeeft waarbij dit recht onder andere bepaalt op welke wijze de goederenrechtelijke rechten kunnen worden uitgeoefend (artikel 10:138 BW).¹³¹³ Voor de bepalingen over het Engelse

¹³¹² Calnan 2004, p. 40 – 41. Volgens Calnan wordt vaak gekozen voor de ‘*charge*’.

¹³¹³ Vlas 2009, p. 184 – 185, Vlas 2017, p. 193 e.v. en Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022/336.

recht legt Stevens uit dat het kenmerk van een aandeel is dat de aandeelhouder een recht heeft jegens de vennootschap (dividend en stemrecht), mede in relatie tot andere aandeelhouders (meerderheids- of minderheidsaandeelhouder). Volgens hem is het toepasselijke recht het recht van de plaats van oprichting van de vennootschap.¹³¹⁴ In het VK wordt, net als in Nederland, de incorporatieleer gehanteerd voor het bepalen van het toepasselijke rechtspersonenrecht. Dit recht is van toepassing op het vestigen van zekerheden op de aandelen. Voor een bespreking hierover verwijs ik naar hoofdstuk 7. In dit hoofdstuk heb ik aangegeven dat in Duitsland van oudsher de leer van de werkelijke zetel wordt gehanteerd. Dit betekent dat vraagstukken over bijvoorbeeld de bevoegdheden van de aandeelhouders binnen een kapitaalvennootschap worden bepaald door het recht van het land van vestiging.

In de verschillende landen zijn mogelijkheden voor financiers om zekerheden te vestigen op de aandelen. Elk land bepaalt in haar eigen rechtsorde wat de mogelijkheden zijn van een zekerheidsnemer de aandeelhoudersrechten uit te oefenen en in hoeverre een zekerheid op aandelen mogelijk is. Verder bepaalt een land via haar internationale rechtspersonenrecht in hoeverre zekerheden op aandelen mogelijk zijn van een rechtspersoon naar vreemd recht. In hoofdstuk 7 ben ik al ingegaan op de wenselijkheid van een uniform rechtspersonenrecht in de EU. Hier heb ik aangegeven dat mede vanwege de mogelijkheden van vrije rechtskeuze het niet nodig is om een Europees rechtspersonenrecht op te zetten. Dezelfde argumenten gaan op bij zekerheden op aandelen. Verder ben ik in hoofdstuk 11 ingegaan op de noodzaak van registratie van zekerheden. Ik heb daar aangegeven dat derde schuldeisers op de hoogte moeten zijn van zekerheden. De reden is dat de verhaalspositie van deze schuldeisers wordt benadeeld als gevolg bij zekerheden. Als zij op de hoogte zijn van de zekerheden dan kunnen zij daar rekening mee houden bij het aangaan van een contract. Bij zekerheden op aandelen gaat dit argument niet op. De verhaalspositie van een schuldeiser van een

¹³¹⁴ Stevens 2004, p. 213 – 216.

dochteronderneming wordt niet aangetast bij verpanding van de aandelen in die dochteronderneming. Vanuit dit perspectief betekent dat dat een eventuele Europese registratieplicht niet hoeft te gelden voor zekerheden op aandelen. Ook als de zekerheidsnemer de aandeelhoudersrechten gaat uitoefenen hoeft dit de positie van een schuldeisers van een concernonderdeel niet aan te tasten, tenzij de zekerheidsnemer deze rechten niet uitoefent in het belang van de rechtspersoon. Als de zekerheidsnemer de positie van de bestaande schuldeisers echter ten onrechte benadeelt dan hebben de schuldeisers de mogelijkheid om de handeling van de zekerheidsnemer aan te tasten met een actio pauliana of kan de curator de faillissementspauliana inzetten. In hoofdstuk 11 ben ik hier al op ingegaan waaronder eventuele uniformering van dit rechtsgebied. Dit is anders voor de schuldeisers van de moeder. De verhaalspositie van deze schuldeisers kan wel worden aangetast bij een zekerheid op de aandelen die de moeder houdt in de concernonderdelen. Bij faillissement van de moeder kan de curator de zekergestelde aandelen niet meer verkopen en de opbrengst verdelen onder de concurrente schuldeisers. Dit pleit uiteindelijk voor registratie van de zekerheidsrechten die de moeder vestigt op de aandelen van de dochters.

13.4 *Interne financiering*

Onderzoeksvragen blok 2: Beschrijving verschillen in recht per land:

- Wat zijn op hoofdlijnen de belangrijkste kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS?
- Welke afwegingen heeft de wetgever op hoofdlijnen in dat land gemaakt?

13.4.1 Regelingen landen over ‘interne’ contracten in een concern in de landen

De moeder kan de geconsolideerde concernfinanciering die zij van de bank ontvangt gebruiken om zelf de concernonderdelen te financieren. De moeder kan hier zelf kiezen in welke vorm zij de concernonderdelen financiert. De moeder kan deze ‘interne’ financiering verstrekken in de vorm van een lening aan een

concernonderdeel of door het beschikbaar stellen van aandelenkapitaal aan de dochter. Bij een lening wordt de moeder schuldeiser van het concernonderdeel. Het concernonderdeel moet immers rente en aflossing aan de moeder gaan betalen. Bij faillissement betekent dit dat de vordering van de moeder concurreert met de vorderingen van de andere schuldeisers, zoals de leveranciers. De moeder heeft dezelfde verhaalspositie als de andere concurrente schuldeisers. Toch heeft de moeder een betere positie dan de andere schuldeisers. De moeder en de concernonderdelen hebben niet of nauwelijks te maken met ‘agency – cost’ of een risico op opportunistisch gedrag in de verhoudingen tussen de moeder en de concernonderdelen. De moeder heeft, in het voorbeeld dat ik in mijn onderzoek hanteer, de volledige controle over een concernonderdeel en heeft geen informatieachterstand. De concurrente schuldeisers hebben veel minder controlemogelijkheden en beschikken niet over alle informatie. De moeder is als beste in staat de risico’s binnen het concern te beheersen en een faillissement kan aan de moeder zijn aan te rekenen, bijvoorbeeld vanwege mismanagement. Verder kan de moeder een prikkel haar eigen vordering te bevoordelen ten opzichte van de concurrente vorderingen. Dat betekent dat er redenen kunnen zijn een eventuele lening van de moeder anders te behandelen dan de vorderingen van de andere schuldeisers, bijvoorbeeld door de vordering van de moeder (van rechtswege) achter te stellen ten opzichte van de vorderingen van de concurrente schuldeisers of door de lening van de moeder (van rechtswege) als aandelenkapitaal aan te merken.¹³¹⁵ In deze paragraaf zet ik uiteen op welke wijze de verschillende landen omgaan met financiering door de moeder en de rangorde van de vordering van de moeder op een concernonderdeel. Vervolgens ga ik in op de transactiekosten die

¹³¹⁵ Zie bijvoorbeeld Skeel en Krause-Vilmar 2006 en Verse 2009, p. 1109. Zie ook Bartman 2016, p. 369 en het arrest van de HR van 20 maart 2015 (SNS). In deze zaak oordeelde de HR dat de aansprakelijkheid van de moeder op grond van de 403-verklaring niet was achtergesteld. De aansprakelijkheid vloeide voort uit achtergestelde vorderingen van obligatiehouders van een dochter. Volgens de HR was de moeder niet contractueel aan de achterstelling verbonden.

ontstaan vanwege een verschil in recht. Daarbij bespreek ik in hoeverre het wenselijk is een lening van een moeder categorisch achter te stellen. Meer specifiek ga ik in hoeverre een moeder de mogelijkheid moet hebben ook nog zekerheidsrechten voor de lening te bedingen.

13.4.1.1 Verenigde Staten

In de VS is in de Bankruptcy Code het vraagstuk over rechtsverhouding tussen de moeder en de concernonderdelen uitgewerkt via het beginsel van ‘*equitable subordination*’ (§ 510 Bankruptcy Code). Dit leerstuk is een aanvulling op de paulinieuze handelingen zoals de ‘*preferential transfer*’ (§ 547 Bankruptcy Code) of ‘*fraudulent*’ transacties (§ 547 Bankruptcy Code),¹³¹⁶ zoals ik die in hoofdstuk 11 heb beschreven. Het nadeel van de paulinieuze handelingen is dat bewijs moet zijn voor benadeling bij specifieke transacties en vooral bij ‘*interne*’ leningen kan dit lastig zijn.¹³¹⁷ Op grond van de regeling van de ‘*equitable subordination*’ uit de Bankruptcy Code kan een rechter een lening van de moeder als aandeelhouder achterstellen als de moeder bewust het belang van andere schuldeisers heeft benadeeld (§ 510 (c) Bankruptcy Code). Het moet gaan om onoorbaar gedrag (‘*inequitable conduct*’) van de moeder waarbij het gedrag heeft geleid tot een nadeel of schade voor een schuldeiser van het concernonderdeel.¹³¹⁸ Een grond voor het inzetten van het instrument kan onderkapitalisatie zijn. Hiervan is sprake als het kapitaal van een vennootschap absoluut ontoereikend is met het oog op de

¹³¹⁶ Zie ook Murray 2012.

¹³¹⁷ Zie Skeel en Kraus – Vilmar 2006, p. 4 – 5. Er is een aantal uitspraken van de Supreme Court die aan de basis liggen van ‘*equitable subordination*’, te weten *Taylor v. Standard Gas&Electric*, 306 US 307 (1939), *Pepper v. Lipton*, 308 US 295 (1939) en *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948). Voor een beschrijving zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/8.2.2.

¹³¹⁸ Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/8.3.

omvang en aard van de onderneming op het moment van financiering of als een derde partij zoals de bank een dergelijke financiering niet tegen vergelijkbare voorwaarden zou hebben verstrekt. Als een moeder vanwege een herstructurering een concernonderdeel via leningen financiert dan hoeft dat geen vorm van onderkapitalisatie te zijn.¹³¹⁹ Alleen een ‘trustee’ of de ‘debtor in possession’ kan de vordering van de ‘equitable subordination’ instellen.¹³²⁰ Murray geeft aan dat het in de VS algemeen aanvaard is dat een rechter een vordering achterstelt vanwege ‘equitable grounds’, maar een rechter is wel terughoudend.¹³²¹ Het is een instrument te voorkomen dat een ‘insider’ profiteert van de interne controle ten koste van andere schuldeisers. Een ‘insider’ kan een bestuurder zijn, zoals de moeder, of een persoon die de controle over de rechtspersoon heeft (§ 101 (31) Bankruptcy Code). Een leninggever kan als ‘insider’ worden beschouwd als de leninggever verder is gegaan dan haar normale rol als financier en zich intensief heeft ingelaten met bijvoorbeeld het management van een rechtspersoon.¹³²² De ‘equitable subordination’ betekent niet dat de rechter de vordering niet in acht neemt, maar de rangorde van de vorderingen aanpast.¹³²³

Een vergelijkbaar leerstuk in de VS is de ‘recharacterisation’ van een ‘interne’ lening. Het gaat dan niet om het achterstellen van vorderingen van ‘insiders’, maar de vraag is of een ‘interne’ lening een schuld is of eigenlijk een aandelentransactie. Het is aan de rechter de ware juridische aard van de interne

¹³¹⁹ Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/8.5. en 8.6.

¹³²⁰ Zie Murray 2012.

¹³²¹ Zie Murray 2012. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/8.4.1. beschrijft dat Congress aanvankelijk een automatische achterstelling wilde, maar daar uiteindelijk vanaf heeft gezien.

¹³²² Graulich 2006, p. 533 – 535, Murray 2012 en Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/8.4.

¹³²³ Zie ook Murray 2012.

financiering te achterhalen.¹³²⁴ De rechter kan vaststellen dat een lening in feite een aandelenparticipatie is. Een verschil met de *'equitable subordination'* is dat het niet nodig is *'inequitable conduct'* te bewijzen.¹³²⁵ Het doel is het achterhalen van het ware karakter van een transactie waarbij rechters een aantal indicatoren kunnen gebruiken. Zo kan een rechter meewegen dat de formaliteiten van een lening niet zijn nagekomen, geen duidelijk afspraken zijn gemaakt over het terugbetalen, sprake is van onderkapitalisatie of de lening niet de kenmerken heeft van een marktconforme lening is.¹³²⁶ Het vraagstuk komt vooral aan de orde bij een naderend faillissement met daarbij een verhoogd risico dat een aandeelhouder misbruikt maakt van zijn *'interne'* kennis. Dit brengt als risico met zich mee dat de aandeelhouder extra leningen afgeeft voor te risicovolle projecten. Daarentegen kunnen de transactiekosten van een lening van een moeder als aandeelhouder lager zijn dan leningen van externe partijen. De moeder is beter in staat de risico's binnen het concern in te schatten. Voor een concernonderdeel kan het lastig zijn om van andere financiers financiering te verkrijgen. De moeder is een *'lender of last resort'*. Een moeder kan, bijvoorbeeld om herstructurering mogelijk te maken, alleen bereid zijn financiering beschikbaar te stellen als deze een gelijke verhaalspositie in kan nemen als die van de concurrente schuldeisers. Als de financiering van de moeder nodig is om herstructurering mogelijk te maken dan is dat tevens in het voordeel van de concurrente schuldeisers. Zonder herstructurering moet een concernonderdeel immers worden geliquideerd en de totale opbrengst bij liquidatie kan lager zijn dan de opbrengsten bij herstructurering (zie ook hoofdstuk

¹³²⁴ Graulich 2006, p. 535 – 536. Zie Tucker 2010 die aangeeft dat op dat een eenduidige lijn over dit onderwerp ontbreekt.

¹³²⁵ Zie Skeel en Kraus – Vilmar 2006 hebben het over een: *'new doctrine that is closely linked to, yet at times subtly different from, equitable subordination.'* Zie ook Tucker 2010 en Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120) 2014/8.8.* Barneveld geeft aan dat het verschil met de *'equitable subordination'* niet zo groot is, omdat rechters toch ook vaak naar het gedrag van de aandeelhouder kijken.

¹³²⁶ Zie Skeel en Kraus – Vilmar 2006 en Tucker 2010.

9). Een lening van de moeder als aandeelhouder kan daarmee wel degelijk een rechtseconomische functie hebben.¹³²⁷

13.4.1.2 Duitsland

In Duitsland gelden beperkingen met betrekking tot leningen van aandeelhouders. Dit staat bekend als het leerstuk van het ‘*Gesellschafterdarlehen*’. Deze regeling geldt als een aandeelhouder meer dan 10% van de aandelen bezit. De Duitse wetgever heeft bepaald dat een lening of een ‘*darlehen*’ (§ 488 BGB) van de aandeelhouder per definitie is achtergesteld op andere vorderingen (§ 39 (5) InsO).¹³²⁸ Het gaat niet alleen om een lening in strikte zin, maar tevens voor alle transacties die vergelijkbaar zijn met aandeelhoudersleningen, zoals levering van goederen of diensten op krediet.¹³²⁹ Zekerheden voor dergelijke leningen zijn bovendien vernietigbaar als deze zijn gevestigd 10 jaar voorafgaand aan een faillissement. Hetzelfde geldt voor betalingen aan de moeder als deze in het jaar voorafgaand aan het faillissement zijn verricht (§ 135 InsO). Tevens gelden beperkingen als de aandeelhouder zekerheden, waaronder een garantie of hoofdelijke aansprakelijkheid heeft verstrekt voor een lening aan een concernonderdeel. Een derde heeft slechts verhaal op een concernonderdeel voor zover bij uitwinning van de door de aandeelhouder verstrekte zekerheden

¹³²⁷ Zie Skeel en Kraus – Vilmar 2006 en Tucker 2010.

¹³²⁸ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolventies (R&P nr. InsR1)* 2010/2.3.1, Barneveld 2014, p.328 of Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/14.3.

¹³²⁹ Voorheen gold de achterstelling alleen voor zover sprake was van een onderneming in financiële moeilijkheden en een andere partij de lening onder normale marktomstandigheden niet zou hebben verstrekt. De regeling is in 2008 ingegaan. Zie bijvoorbeeld Thiele 2003, p. 199 – 209, Verse 2008, p. 1111 – 1112, Barneveld en Corpeleijn 2014 en Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/14.3. Zie Skeel en Kraus – Vilmar 2006 die kritiek hebben op het oude Duitse regime waarbij geen enkele aandacht voor mogelijk voordelen van ‘interne’ leningen.

voldoende verhaalsmogelijkheden zijn.¹³³⁰ De beperkingen uit het Duitse recht gelden niet ‘*bei drohender oder eingetretener Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft oder bei Überschuldung Anteile zum Zweck ihrer Sanierung*’ (§ 39 (4) InsO). Een dergelijke ‘*Sanierungsprivileg*’ gaat op als een normaal handelende bestuurder extra financiering beschikbaar zou hebben gesteld om de toekomst van de onderneming veilig te stellen.¹³³¹

13.4.1.3 Verenigd Koninkrijk en Nederland

Het leerstuk over het omzetten van ‘*interne*’ leningen naar aandelenparticipaties is niet in alle landen tot ontwikkeling gekomen, zoals in het VK of Nederland.¹³³² Barneveld en Corpeleijn¹³³³ beschrijven over de ontwikkelingen in Nederland dat er in de literatuur en (beperkte) rechtspraak verdeeldheid over het onderwerp bestaat. Een vraagstuk in de literatuur is in hoeverre een rechter zonder wettelijke basis tot achterstelling van aandeelhoudersleningen over kan gaan, bijvoorbeeld vanwege een onrechtmatige daad door de moeder. Adv. Gen. Langmeijer¹³³⁴ gaat in zijn conclusie bij het arrest

¹³³⁰ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/2.3.1, Barneveld 2014, p.331 en Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/14.3.

¹³³¹ Thiele 2003, p. 203. Barneveld 2014, p.333 – 336 probeert de achtergrond van de Duitse regeling te doorgronden. De onderliggende argumenten van het Duitse regime zijn niet helemaal duidelijk. Het lijkt erop dat de Duitse wetgever een bijzondere verantwoordelijkheid aan de aandeelhouder toedicht om voldoende financiering aan een rechtspersoon toe te kennen.

¹³³² Zie Verse 2008, p. 1111, De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/3.3 en 4.31. en Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/20.1.

¹³³³ Barneveld en Corpeleijn 2014.

¹³³⁴ Conclusie van de Adv. Gen. Langmeijer van de HR van 20 januari 2012 (ECLI:NL:PHR:2012:BU8515). Volgens de HR konden de aangevoerde middelen niet tot cassatie

van de HR 20 januari 2012 in op mogelijke achterstelling van aandeelhoudersleningen. De basis in het Nederlandse recht is dat schuldeisers onderling een gelijk recht hebben om, na voldoening van de kosten van executie, uit de netto-opbrengst van de goederen van hun schuldenaar te worden voldaan naar evenredigheid van ieders vordering, behoudens de door de wet erkende redenen van voorrang (artikel 3:277 lid 1 BW). Schuldeisers kunnen contractueel overeenkomen dat zij een achtergestelde positie hebben (artikel 3:277 lid 2 BW). Een rechter kan vaststellen of bij bepaalde rechtsverhoudingen een achterstelling is overeengekomen. In de zaak die bij de Adv. Gen. Langmeijer voorlag beredeneerde een van de partijen dat in de betreffende zaak sprake was een achtergestelde rechtsverhouding. Het centrale twistpunt ging over de vraag of niet-betaling van een mogelijk achtergestelde vordering tot gevolg kon hebben dat een onderneming zou verkeren in de toestand dat zij heeft opgehouden te betalen en dus failliet is. Bij wijze van intermezzo is de Adv. Gen. Langmeijer ingegaan op de vraag of een rechter zonder wettelijke basis tot achterstelling kan oordelen als de partijen zelf geen achterstelling hebben afgesproken. Adv. Gen. Langmeijer constateert dat de HR dit niet heeft willen accepteren. Dat betekent dat de gelijke behandeling van de vorderingen van alle schuldeisers de basis is en dat volgens de Adv. Gen. Langmeijer een wettelijke grondslag nodig is achterstelling van vorderingen aan te nemen. Het uitgangspunt is de *paritas creditorum* en achterstelling kan alleen als een partij dat zelf wil. Het argument voor categorische achterstelling van aandeelhoudersleningen is echter dat een aandeelhouder hiermee juist inbreuk maakt op het principe van de *paritas creditorum*. Door een lening te verstrekken manoeuvreert de moeder (als aandeelhouder en bestuurder van een concernonderdeel) zich in de positie van een concurrente schuldeiser terwijl de financiering van de moeder als aandeelhouder eigenlijk achtergesteld zou moeten zijn als risicokapitaal. Dit betekent dat de positie van de moeder

leiden, omdat de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling (ECLI:NL:HR:2012:BU8515).

helemaal niet gelijkwaardig is als de positie van de concurrente schuldeisers. Het criterium van de *paritas creditorum* zou kunnen betekenen dat de positie van de concurrente schuldeisers beschermd moeten worden.

De Weijs¹³³⁵ betoogt dat een rechter wel degelijk de ruimte kan nemen een aandeelhouderslening achter te stellen. Ook zonder contractuele afspraak hierover. Hij wijst op de zaak *Carrier – I* waarin de Rechtbank Amsterdam overwoog dat een lening van een moeder aan een dochter in beginsel niet als achtergesteld is aan te merken, maar dat hier onder omstandigheden aanleiding toe kan zijn. Een voorbeeld hiervan is als de lening is aan te merken als informele kapitaalverschaffing. Een reden voor een dergelijke achterstelling zou kunnen zijn dat een derde een dergelijke lening niet onder die voorwaarden zou hebben aanvaard. Het zou moeten gaan om leningen die niet aan het zakelijkheidsvereiste voldoen (zie hoofdstuk 7). Het Gerechtshof Amsterdam is in deze zaak niet op dit principiële punt ingegaan en het is niet zeker of de rechter met de analyse een principieel standpunt heeft in willen nemen dat nu in het Nederlandse recht is verankerd.¹³³⁶ Adv. Gen. Timmerman¹³³⁷ gaat in zijn conclusie van 10 februari 2017 terzijde in op de discussie over achterstelling van (gesecuriseerde) aandeelhoudersleningen zoals die in de literatuur speelt. Adv. Gen. Timmerman komt in zijn conclusie niet met een eindoordeel. Het argument over achterstelling

¹³³⁵ De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/4.3.1.1.

¹³³⁶ De uitspraken van de Rechtbank Amsterdam van 5 juli 2005 (*Carrier – I*) en het Gerechtshof Amsterdam van 5 november 2005 (ACLI:NL:GHAMS:2005:8881) zijn niet gepubliceerd. Zie over de uitspraken De Weijs, *Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvencies (R&P nr. InsR1)* 2010/4.3.1.1. die dit arrest aanhaalt als grond om als rechter toch tot achterstelling te oordelen. Zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/20.3. die van mening is dat de uitspraak onvoldoende is voor een principiële uitspraak.

¹³³⁷ Conclusie van Adv. Gen. Timmerman van 10 februari 2017 (ECLI:NL:PHR:2017:112), ro. 3.12. De HR heeft zich over dit punt niet meer uitgelaten.

is door partijen niet aangevoerd en is in deze zaak geen vraagstuk dat voorligt. In voetnoot 11 van zijn conclusie merkt de Adv. Gen. Timmerman wel op dat hij niet uitsluit dat een aandeelhouderslening onrechtmatig is als dit nadelig uitpakt voor schuldeisers en de aandeelhouder de belangen van schuldeisers heeft veronachtzaamd.¹³³⁸ Dit sluit aan bij het oordeel van het Gerechtshof Arnhem – Leeuwarden van 10 maart 2015.¹³³⁹ In deze zaak ging het om een lening van een aandeelhouder, niet zijnde de bestuurder van een vennootschap. Een dergelijke lening heeft volgens het Gerechtshof geen bijzondere status in de zin dat deze categorisch is achtergesteld. Het Gerechtshof heeft uit de rechtspraak of literatuur niet af kunnen leiden dat de heersende leer in Nederland is dat een achterstelling van dergelijke leningen gewenst zou zijn of dat de achterstelling naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is (ook niet bij een zogenoemde bodem-loze-put-lening). Wel is volgens het gerechtshof algemeen aanvaard dat de moeder rekening moet houden met de toekomstige belangen van de schuldeisers en zich niet onrechtmatig tegen de schuldeisers mag gedragen. Hierover gaat ook de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam¹³⁴⁰ in 2008 in de *One.tel* zaak. Volgens de rechtbank kan een lening door een moeder aan haar dochter onder bijzondere omstandigheden onrechtmatig zijn. Dit kan als de moeder passief toelaat dat de verliesgevende exploitatie van de dochter wordt voortgezet of als de moeder actief bevordert dat de exploitatie wordt voortgezet door een nieuw krediet aan de dochter te verstrekken. De voorwaarde is dat de moeder wist of behoorde te weten dat er geen gerede kans bestond dat de dochter haar faillissement zou ontlopen en het tekort in het faillissement door de voortzetting van de exploitatie zou toenemen (zie ook hoofdstuk 6).

¹³³⁸ Adv. Gen. Timmerman verwijst naar HR 25 september 1981, NJ 1981, 443 (Osby).

¹³³⁹ Gerechtshof 10 maart 2015 (ECLI:NL:GHARL:2015:1695).

¹³⁴⁰ Rechtbank Amsterdam van 17 december 2008 (ECLI:NL:RBAMS:2008:BI2613).

Timmerman¹³⁴¹ komt tot de conclusie dat een aandeelhouder bij de financiering van een dochter geen volledige vrijheid heeft en wel degelijk onrechtmatig kan handelen. De rechtspraak laat zien dat de rechter met alle omstandigheden rekening wil houden en tot een genuanceerd oordeel kan komen. Een nadeel is volgens Timmerman de zware bewijslast die op een schuldeisers drukt. Het vergt volgens hem een politieke afweging een schuldeiser via een eenvoudiger instrument dan de onrechtmatige daad te beschermen tegen aperte misbruikgevallen. Overigens merkt hij hierbij terecht op dat een lening van een moeder eveneens fiscaal gemotiveerd kan zijn. In hoofdstuk 7 heb ik gewezen op de ontwikkelingen binnen de EU over de fiscale behandeling van leningen tussen groepsonderdelen. Als de moeder minder fiscale mogelijkheden heeft dan kan dit tot gevolg hebben dat de moeder minder snel een lening zal verstrekken. Dit zou betekenen dat misbruik van dergelijke leningen minder snel voor zal komen. Voor zover een moeder nog steeds leningen wil verschaffen is de vervolgvraag in welke gevallen sprake is van apert misbruik. Dit komt hieronder aan de orde bij de bespreking of een uniforme regeling in de EU nodig is voor categorische achterstelling. Wegnemen verschillen tussen landen

13.4.1.4 Uniforme regeling categorische achterstelling?

Onderzoeksvragen blok 3: Wegnemen transactiekosten vanwege een verschil in recht:

- In hoeverre is het wenselijk, mede in vergelijking met de juridische ordening van de VS, de verschillen in recht weg te nemen met een uniforme regel in de EU?

Tussen de landen bestaan verschillen in hun juridische ordening over leningen van de moeder aan de concernonderdelen. In Duitsland is gekozen voor een

¹³⁴¹ Zie Timmerman in De Weijs (red.), *Grenzen aan financieringsvrijheid* (R&P nr. InsR14) 2020/5.4. Zie ook Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders* (VDHI nr. 120) 2014/20.8.

categorische achterstelling van dergelijke leningen, tenzij het gaat om financiering voor herstructurering. In de andere landen zoals de VS is hier niet voor gekozen. In Nederland en het VK ontbreekt zelfs een aparte regeling. Voor een moeder die bijvoorbeeld in Nederland of het VK is gevestigd kan dit betekenen dat zij weliswaar een lening aan het concernonderdeel in Duitsland kan verschaffen, maar dat de vordering van de moeder altijd is achtergesteld. De financiering van het Duitse concernonderdeel is voor de moeder dus risicovoller. De verschillen in recht leiden tot transactiekosten in de EU. Deze transactiekosten zijn er niet in de VS vanwege de uniforme regeling in de Bankruptcy Code. Een manier om de transactiekosten in de EU te verlagen is met een uniforme regeling voor de rangorde van leningen van de moeder. Een keuze kan zijn om net als in Duitsland te kiezen voor een categorische achterstelling in de hele EU. Dit is wenselijk als er goede rechtseconomische overwegingen voor een dergelijke achterstelling. De voordelen ervan (betere positie concurrente schuldeisers) moeten dan opwegen tegen de nadelen (meer risico voor de moeder). Hieronder ga ik in op verschillende argumenten die ik in de literatuur tegen ben gekomen voor een dergelijke categorische achterstelling. Ik onderbouw dat deze argumenten onvoldoende dragend zijn voor een uniforme categorische achterstelling in de EU.

Uitholling rechtspersonenrecht

De Weijs¹³⁴² neemt als stelling in dat leningen van aandeelhouders het rechtspersonenrecht uithollen. Dit zou volgens hem het normatieve uitgangspunt aantasten dat moeder als aandeelhouder een ‘*residual claim holder*’ is. In hoofdstuk 2 heb ik dit beschreven als een residueel inkomensrecht. Het argument van De Weijs is, in mijn lezing, dat uit het residuele inkomensrecht volgt dat de moeder als aandeelhouder een concernonderdeel alleen met risicokapitaal of achtergesteld zou mogen financieren. Dit argument gaat in mijn optiek niet op. Hieronder leg ik de redenen hiervoor uit.

¹³⁴² De Weijs 2014, De Weijs 2016 en De Weijs 2018-b.

In het rechtspersonenrecht is geregeld dat de moeder in haar hoedanigheid als aandeelhouder een residueel inkomensrecht heeft. De moeder heeft dit residuele inkomensrecht ook als zij geen aandelenkapitaal aan het concernonderdeel beschikbaar stelt. Het residuele inkomensrecht heeft de moeder, omdat zij aandeelhouder is. Uit het Nederlandse rechtspersonenrecht volgt niet dat de moeder als aandeelhouder altijd risicokapitaal beschikbaar moet stellen om het residuele inkomensrecht te krijgen. Dit recht is niet voorwaardelijk. Voor een Flex-BV is in Nederland bijvoorbeeld wettelijke geregeld dat een dergelijke kapitaalvennootschap geen wettelijk voorgeschreven eigen vermogen hoeft aan te houden. Aandeelhouders zijn niet verplicht eigen vermogen beschikbaar te stellen. De Nederlandse wetgever staat, met andere woorden, toe dat een aandeelhouder een residueel inkomensrecht kan krijgen zonder dat een aandeelhouder eigen vermogen inbrengt. In termen van de rechtenbenadering is het niet nodig dat de moeder in haar hoedanigheid als aandeelhouder gebruiksrechten op geld aan een kapitaalvennootschap beschikbaar hoeft.

Als een moeder een concernonderdeel wil financieren dan kan zij dus kiezen voor een lening aan een concernonderdeel. In de casus zoals ik die in mijn onderzoek als basis hanteer sluit de moeder als rechtspersoon een rechtsgeldig contract met het concernonderdeel dat tevens een rechtspersoon is. De moeder sluit dus eigenlijk een contract met haarzelf. De moeder is immers als bestuurder van het concernonderdeel vertegenwoordigingsbevoegd om dit contract te tekenen (zie hoofdstuk 6). Dit handelen van de moeder als bestuurder is niet onbegrensd en zij moet binnen de normen opereren, zoals die uit het rechtspersonenrecht voortvloeien. Zo is de moeder gehouden aan de zorgplicht voor de concernonderdelen (hoofdstuk 6). Het rechtspersonenrecht legt dus geen beperkingen op voor de moeder om vreemd vermogen beschikbaar te stellen, maar

er kunnen wel waarborgen gelden voor mogelijk opportunistisch handelen van de moeder als bestuurder van een concernonderdeel.¹³⁴³

Wat mij betreft is geen sprake van uitholling van het rechtspersonenrecht als een moeder een concernonderdeel met vreemd vermogen financiert. Dit is voor mij geen dragend argument voor een uniforme regeling van een categorische achterstelling.

Verschuiving van risico's naar concurrente schuldeisers

De moeder kan dus kiezen voor financiering met een lening in plaats van aandelenkapitaal. De Weijs merkt hierover terecht op dat een moeder met een lening aan het concernonderdeel haar eigen risico kan verminderen ten koste van de concurrente schuldeisers die zich aan het concernonderdeel hebben verbonden. De keuze van de moeder om een lening en geen aandelenkapitaal te verstrekken leidt tot een herverdeling of een verschuiving van de risico's van de moeder naar de concurrente schuldeisers. Een cijfermatig voorbeeld maakt dit duidelijk. Stel dat de moeder een concernonderdeel financiert met € 50, het concernonderdeel een liquide waarde heeft van € 100 en dit concernonderdeel vijf andere schuldeisers heeft met elk een vordering van € 20 (dus € 100 totale schuld). Als de moeder met aandelenkapitaal financiert kan het concernonderdeel alle schuldeisers betalen. De schuldeisers krijgen 100% van hun vordering. Als de moeder € 50 leent bedraagt de totale schuld € 150 en krijgt elke schuldeiser 67% van haar vordering. De positie van de concurrente schuldeiser verslechtert met 33%-punt en de positie van de moeder verbetert met 67%-punt.¹³⁴⁴ De vraag is nu in hoeverre het nodig of wenselijk is deze herverdeling van risico's te voorkomen met een uniforme

¹³⁴³ Hiermee ga ik niet in op de situatie bij een aandeelhouder die niet bestuurder is. Dit valt buiten de reikwijdte van mijn onderzoek.

¹³⁴⁴ Zie ook het rekenvoorbeeld in De Weijs 2016 en De Weijs 2018-b.

regeling van een categorische achterstelling van de lening door de moeder.¹³⁴⁵
Hieronder ga ik in op een aantal argumenten die aan deze herverdeling raken.

Moeder moet zelf een deel van het financieringsrisico dragen

Een terecht rechtseconomisch argument is dat de moeder zelf een bepaald risico moet blijven lopen bij de financiering van het concern of de concernonderdelen. Op deze manier is er een prikkel of een eigen belang om te zorgen dat het concern en de onderdelen goed blijven functioneren, omdat de moeder of het concernonderdeel anders haar financiering kwijt is. Een ‘*adjusting*’ schuldeiser zoals een bank zal naar verwachting bedingen dat de moeder zelf financieel risico gaat lopen. De bank wil voorkomen dat zij alleen het risico moet gaan dragen terwijl de moeder de zeggenschap over de concernonderdelen heeft. Als een bank geconsolideerde concernfinanciering aan de moeder beschikbaar stelt kan een bank bijvoorbeeld eisen dat de moeder op geconsolideerd niveau een bepaalde som eigen vermogen aanhoudt. Bij financiële moeilijkheden kan de moeder dit eigen vermogen gebruiken om de bank te betalen. Bij financiering van een concernonderdeel (paraplufinanciering) kan een bank eisen dat het concernonderdeel zelf eigen vermogen aanhoudt, eventueel gecombineerd met een garantie van de moeder. De Weijs¹³⁴⁶ legt nog uit dat bij financiering van een concernonderdeel een bank er eveneens voor kan zorgen dat eventuele leningen door de moeder aan een concernonderdeel altijd zijn achtergesteld op de vordering van de bank. Zolang de moeder te maken heeft met ‘*adjusting*’ schuldeisers zullen deze partijen naar verwachting een kapitaalbuffer van de moeder eisen om zo te zorgen dat de moeder zelf risico draagt. De rechtsverhouding met dergelijke

¹³⁴⁵ Dit is de hoofdvraag zoals geformuleerd in Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120)* 2014/20.4. Zie ook Hoff 2009 die de contractsvrijheid van partijen, waaronder die van een aandeelhouder, verdedigt.

¹³⁴⁶ De Weijs 2014. Zie ook De Weijs 2016 waarin hij schetst dat een schuldeiser in ieder geval de mogelijkheid moet krijgen een verhoogd risico in zijn prijs te verdisconteren.

‘*adjusting*’ schuldeisers zorgt dus voor de rechtseconomische randvoorwaarde dat de moeder zelf risico draagt. Een wettelijke categorische achterstelling van leningen van de moeder aan de concernonderdelen is niet nodig.

De bovenstaande argumenten gaan niet op voor de groep van de ‘*non – adjusting*’ concurrente schuldeisers. Het bovenstaande laat zien dat de ‘*adjusting*’ schuldeisers (zoals een bank) voor zichzelf een kapitaalbuffer of ‘*equity cushion*’¹³⁴⁷ kunnen inbouwen. De ‘*non – adjusting*’ zijn niet bij machte een dergelijke kapitaalbuffer uit te onderhandelen of hun risicopremie aan te passen. Voor dergelijke concurrente schuldeisers van een concernonderdeel ontstaat zo’n kapitaalbuffer alleen als de bank een concernonderdeel direct financiert en de bank eist dat de moeder in dat concernonderdeel een bepaald eigen vermogen als risicokapitaal aan gaat houden. Een land kan ervoor kiezen deze groep schuldeisers te beschermen zoals met een wettelijk vastgelegde categorische achterstelling van aandeelhoudersleningen zoals in Duitsland. Elke vorm van financiering door de moeder is dan wettelijk achtergesteld. Deze categorische achterstelling is een effectief instrument om de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers te beschermen. Het is wel de vraag of een categorische achterstelling van alle aandeelhoudersleningen van de moeder verder gaat dan strikt nodig. Het gevolg is dat alle ingebrachte financiering door de moeder is achtergesteld. Ook als de financiering van de moeder hoger is dan een maatschappelijk gewenste kapitaalbuffer. Als het beleidsdoel in de EU dus is dat er voor ‘*non – adjusting*’ een maatschappelijk gewenste kapitaalbuffer moet zijn dan is het eenvoudiger een uniforme eis voor een minimumkapitaal in de EU op te nemen. In Nederland is ervoor gekozen het minimumkapitaal af te schaffen. Daarmee kiest de Nederlandse wetgever impliciet de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers niet volledig te beschermen. Gelet op deze beleidskeuze is de kans klein dat Nederland een uniforme regeling in de EU voor een categorische achterstelling of een minimum kapitaal niet steunen. Ik verwijs

¹³⁴⁷ Deze term ontleen ik aan De Weijs 2014.

verder naar hoofdstuk 8 waar ik al heb onderbouwd dat het een beleidsmatige keuze is deze groep schuldeisers te beschermen.

Het genoemde rechtseconomische argument dat de moeder zelf risico moet dragen is daarmee voor mij geen voldoende argument voor een wettelijk verankerde categorische achterstelling van leningen van de moeder aan de concernonderdelen.

Insolventierisico en herstructurering

Als aanvullend argument voor categorische achterstelling draagt De Weijs aan dat aandeelhoudersleningen het insolventierisico verhogen.¹³⁴⁸ Als een concernonderdeel alleen met vreemd vermogen is gefinancierd dan leidt elk risico tot insolventie omdat er geen kapitaalbuffer is. De moeder heeft geen geld het risico op te vangen en daarmee is het concernonderdeel insolvent.¹³⁴⁹ Het rekenvoorbeeld dat ik eerder liet zien maakt dit duidelijk. Doordat de moeder een lening verstrekt in plaats van risicokapitaal neemt de schuld toe. Deze verschuiving kan betekenen dat een concernonderdeel niet meer solvent, maar insolvent is. Het voorbeeld gaat er wel vanuit dat er geen ‘*adjusting*’ schuldeisers zijn die alsnog een dergelijke kapitaalbuffer eisen zoals ik hierboven heb uitgelegd.

Een categorische achterstelling betekent dat de moeder meer risico loopt. Uitgaande van een bepaalde risicovoorkeur van de moeder leidt een categorische achterstelling ertoe dat de moeder op een eerder moment in de tijd tot de conclusie komt dat additionele financiering niet meer wenselijk is. Een categorische achterstelling leidt tot een verlaging van de financieringsbereidheid van de moeder en brengt mee dat het moment van financiële problemen zich eerder voordoet dan in de situatie dat de moeder wel bereid zou zijn financiering in de vorm van een lening te verschaffen. Als dit ertoe leidt dat de moeder minder snel in inefficiënte projecten gaat investeren dan is dit een voordeel voor de concurrente ‘*non* –

¹³⁴⁸ De Weijs 2014 en De Weijs 2016.

¹³⁴⁹ Zie De Weijs 2014.

adjusting' schuldeisers.¹³⁵⁰ Als aandeelhouder kan de moeder een prikkel hebben te veel risicovolle projecten te financieren. Als de moeder die projecten met leningen financiert draagt de moeder niet zelf het volledige risico, maar profiteert als aandeelhouder wel als de projecten goed gaan.¹³⁵¹ Banken spelen hier als *'adjusting'* schuldeisers een rol doordat zij bijvoorbeeld met het vestigen van zekerheden een bepaalde mate van controle over de moeder krijgen en in die monitoringsrol de moeder kunnen behoeden bij financiering van (te) risicovolle projecten. In hoofdstuk 10 is dit aangehaald met de term *'risk alteration'*. In de situatie dat er geen bank is die deze rol oppakt en er alleen *'non – adjusting'* doet zich dit risico wel voor. Om deze groep te beschermen kan een categorische achterstelling effectief en proportioneel zijn. Een categorische achterstelling van een aandeelhouderslening kan daarentegen betekenen dat de moeder minder snel bijvoorbeeld efficiënte reddingsoperaties gaat financieren. Dit is een nadeel voor die groep schuldeisers.¹³⁵² Het is niet uit te sluiten dat een moeder bij een kansrijke herstructurering alleen tot financiering over wil gaan als de moeder een concernonderdeel met een lening kan financieren om zo haar risico te verlagen. Het kan voorkomen dat bij herstructurering alleen de moeder bereid is te financieren en het concernonderdeel niet van andere externe partijen financiering kan krijgen.¹³⁵³ Barneveld en Corpeleijn benoemen dat een moeder beter in staat kan zijn de kans op herstructurering in te schatten dan bijvoorbeeld een bank. Daarbij is vaak niet genoeg tijd uitvoerig met de bank te onderhandelen. Een categorische achterstelling zou betekenen de moeder desondanks niet bereid is tot

¹³⁵⁰ Zie over deze afweging ook Gelter en Roth 2007.

¹³⁵¹ Zie De Weijs 2016 en De Weijs 2018-b die dit argument aandraagt.

¹³⁵² Zie over deze afweging ook Gelter en Roth 2007.

¹³⁵³ Zie ook Gelter en Roth 2007 die wel wijzen op het belang van een goed herstructuringsplan. Zie ook Chung en Kaplan 2020 die aangeven dat de voordelen van aandeelhoudersfinanciering bij herstructurering *'obvious'* zijn.

financiering over te gaan.¹³⁵⁴ Gelter en Roth¹³⁵⁵ noemen wel als voorwaarde dat de financiering door de moeder nodig is bij herstructureringsplannen waaraan een duidelijk en haalbaar herstructureringsplan aan ten grondslag ligt. In een regeling voor een categorische achterstelling (zoals in Duitsland) kunnen overigens uitzonderingen opgenomen worden om te zorgen dat een moeder bij herstructurering toch financiering beschikbaar stelt. Ook bij een uniforme regeling over achterstelling van een aandeelhouderslening kunnen voorwaarden gelden voor financiering via een lening bij herstructurering. Dat de moeder bereid moet blijven herstructurering te financieren is daarmee geen argument voor of tegen een uniforme regeling voor een categorische achterstelling.

Opportunistisch handelen van de moeder

Een ander genoemd argument voor categorische achterstelling is om concurrente schuldeisers te beschermen tegen opportunistisch handelen van de moeder. Barneveld en Corpeleijn¹³⁵⁶ geven aan dat dit argument niet altijd op gaat, omdat een grote schuldeiser, zoals een bank zich net zo goed opportunistisch kan gedragen. Het is volgens hen een verantwoordelijkheid van een bestuurder van een concernonderdeel kritisch te zijn bij het aangaan van financieringen door aandeelhouders. In de concernverhouding zoals ik die voor ogen heb levert deze gedachte weinig op. De moeder is immers tevens bestuurder van een concernonderdeel en heeft alle zeggenschap. Er zijn dus wel degelijk redenen kritisch naar de rechtsverhouding tussen de moeder en een concernonderdeel te kijken waarbij er gronden kunnen zijn de positie van de moeder achter te stellen.

Een voorbeeld van opportunistisch handelen is dat de moeder bewust onvoldoende kapitaal beschikbaar met het ook op benadeling van schuldeisers (zie

¹³⁵⁴ Barneveld en Corpeleijn 2014.

¹³⁵⁵ Gelter en Roth 2007. Zie ook De Weijers 2018-b.

¹³⁵⁶ Barneveld en Corpeleijn 2014.

hoofdstuk 6) of kapitaal aan een concernonderdeel onttrekt.¹³⁵⁷ Een ander voorbeeld van opportunistisch gedrag is dat een moeder een prikkel kan hebben een concernonderdeel met relatief veel vreemd vermogen te financieren om zo te zorgen dat rendement op het eigen vermogen hoger wordt. Dit heet het ‘*leverage effect*’ dat onder andere in hoofdstuk 8 aan de orde is geweest.¹³⁵⁸ Timmerman¹³⁵⁹ komt mede vanwege dit effect tot de conclusie dat een rechter de mogelijkheid moet krijgen tot achterstelling van een aandeelhouderslening over te gaan als dit op grond van redelijkheid en billijkheid nodig is en na afweging van alle betrokken belangen.

De rechter moet dan een afweging van belangen maken die eigenlijk bij de wetgever hoort te liggen. Ik leg dit uit. Bij een aandeelhouderslening doet zich per definitie een ‘*leverage effect*’ voor in vergelijking met een situatie dat de aandeelhouder alleen risicokapitaal inbrengt. Het rendement op het eigen vermogen is in de eerste situatie rekenkundig hoger dan in de tweede situatie. Dat betekent per definitie een verslechtering van de positie van de concurrente schuldeisers die door de aandeelhouderslening geconfronteerd worden door een hogere schuldenlast. De vraag is vervolgens hoe een rechter deze belangen moet wegen. De rechter kan nagaan wie de ‘*adjusting*’ schuldeisers zijn. Bij deze schuldeisers kan de rechter ervan uitgaan dat deze maatregelen hebben getroffen althans hebben kunnen treffen. De rechter moet daarna de belangen van de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers wegen en moet nagaan of een aandeelhouder onrechtmatig heeft gehandeld. Als de rechter dit niet kan vaststellen moet de rechter toetsen of een aandeelhouder economische gronden had extra kapitaal in te brengen in de vorm van een lening in plaats van risicokapitaal. Als de rechter niet overtuigd is

¹³⁵⁷ Zie Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders* (VDHI nr. 120) 2014 voor een overzicht van de regelingen in Nederland, Duitsland en de VS.

¹³⁵⁸ Zie De Weijs (red.), *Grenzen aan financieringsvrijheid* (R&P nr. InsR14) 2020.

¹³⁵⁹ Zie Timmerman in De Weijs (red.), *Grenzen aan financieringsvrijheid* (R&P nr. InsR14) 2020/5.5.

van het betoog van de moeder (en de moeder naar Nederlandse recht niet onrechtmatig handelt) moet de rechter met de voorgestelde regel oordelen of de moeder in strijd met de eisen van redelijkheid en billijkheid heeft gehandeld. Het Gerechtshof Amsterdam kwam in 2015 tot de conclusie dat enkel het verstrekken van een aandeelhouderslening niet per se betekent dat de moeder in strijd met de redelijkheid en billijkheid handelt.¹³⁶⁰ Daarbij moet de rechter meewegen dat de Nederlandse wetgever (in tegenstelling tot de Duitse wetgever) niet de keuze heeft gemaakt de groep van ‘*non – adjusting*’ schuldeisers wettelijk te beschermen met een wettelijke regeling van categorische achterstelling. Zonder nadere richting en een expliciete belangenafweging van de wetgever zie ik niet goed hoe een rechter met een dergelijke open regel wel de belangen van ‘*non – adjusting*’ zwaarder gaat wegen dan het belang van de moeder. De keuze voor achterstelling vergt dus expliciet een afweging van de wetgever.

Wenselijkheid uniformering?

Barneveld en Corpeleijn¹³⁶¹ concluderen dat het niet eenvoudig is de ratio achter de regels van achterstelling bloot te leggen en dat de regels bovendien sterk per lidstaat verschillen. Met het bovenstaande heb ik willen aantonen dat de kern van de afweging ligt bij een bij een beleidsmatige keuze in welke mate een land de groep van de ‘*non – adjusting*’ wil beschermen. In de bovenstaande tekst heb ik een aantal (rechtseconomische) argumenten gewogen voor een uniforme categorische achterstelling. Met het afwegingskader voor efficiëntie zoals ik dat hanteer heb ik geen dragende argumenten kunnen vinden om tot een uniforme regeling voor achterstelling in de EU te komen. De Europese Commissie zou dan op andere gronden een voorstel voor een dergelijke regeling moeten doen, bijvoorbeeld met als reden dat de Europese wetgever de positie van de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers wil versterken om zo te zorgen dat alle concurrente

¹³⁶⁰ Gerechtshof 10 maart 2015 (ECLI:NL:GHARL:2015:1695).

¹³⁶¹ Barneveld en Corpeleijn 2014.

schuldeisers in een vergelijkbare positie komen en de moeder de positie van deze groep niet mag aantasten.

Zonder een uniforme regeling kan een land ervoor kiezen de belangen van die groep schuldeisers wel te beschermen. Deze keuze komt neer op het toekennen van een zwaardere wegingsfactor voor deze groep schuldeisers. De keuze kan bijvoorbeeld zijn ingegeven door een beleidsmatige keuze in dat land de positie van concurrente schuldeisers zo veel als mogelijk te beschermen.¹³⁶² Een categorische achterstelling kan een effectief en proportioneel instrument zijn. Met een categorische achterstelling kan een wetgever immers elk risico op opportunistisch handelen van de moeder voorkomen.

Als elk land een andere keuze maakt dan leidt dit, zoals gezegd, tot transactiekosten vanwege een verschil in recht. Voor de moeder betekent dit dat deze het concernonderdeel in Duitsland alleen met een verhoogd risico kan financieren. Dit is een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal zoals bedoeld in artikel 63 VWEU. Dit kan de moeder in Nederland ervan doen afzien om het concernonderdeel in Duitsland te financieren.¹³⁶³ Duitsland heeft echter een dwingende reden van algemeen belang een dergelijke belemmering in te stellen, bijvoorbeeld om de belangen van ‘*non – adjusting*’ schuldeisers te beschermen. De Duitse regeling is wat mij betreft effectief en proportioneel. De regeling leidt ertoe dat de positie van de schuldeisers in rang beter is dan de positie van de moeder die altijd een achtergestelde positie heeft. De regeling is vanuit het perspectief van een lidstaat tevens proportioneel. In de tekst hierboven heb ik aangegeven dat een uniforme regeling voor een minimumkapitaal in het rechtspersonenrecht net zo goed een bescherming biedt tegen deze groep

¹³⁶² Zie bijvoorbeeld De Weijs 2016 die aangeeft dat het oneerlijk is als een aandeelhouder via een lening voor gaat dringen terwijl dat niet de bedoeling is van aandeelhouderschap.

¹³⁶³ Zie de uitspraak van het HvJ van 21 juni 2018, zaak C-480/16 (Fidelity Funds) en de Conclusie van Adv. Gen. Mengozzi van 20 december 2017, zaak C-480/16 (Fidelity Funds) en de uitspraak van het HvJ van 26 mei 2016, zaak C-48/15 (Belgische Staat vs. NN (L) International SA).

schuldeisers en minder ver gaat dan een categorische achterstelling. Een lidstaat zoals Duitsland kan in het rechtspersonenrecht een dergelijk minimumkapitaal echter niet afdwingen voor rechtspersonen uit andere lidstaten. Dat is een belemmering van de vrije vestiging (zie hoofdstuk 7). Vanuit het perspectief van een lidstaat is een proportioneel alternatief een categorische achterstelling. Dat betekent dat het verschil in recht tussen Nederland en Duitsland niet in strijd met de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal is.

De moeder heeft hier geen vrije rechtskeuze en kan niet zelf ervoor kiezen de transactiekosten vanwege een verschil in recht weg te nemen. Zoals ik in hoofdstuk 9 al heb aangegeven is het faillissementsrecht van toepassing van de lidstaat van vestiging van het concernonderdeel (zie artikel 3 EIV). Het toepasselijke faillissementsrecht regelt bij een faillissement van een concernonderdeel de gevolgen van de overeenkomst tussen de moeder en het concernonderdeel over de ‘interne’ financiering en in dit toepasselijke faillissementsrecht is de rangindeling van vorderingen geregeld (artikel 7 EIV). Uit het recht van de lidstaat van vestiging van een concernonderdeel volgt of een aandeelhouderslening in rang is achtergesteld ten opzichte van vorderingen van concurrente schuldeisers. Als concernonderdelen in verschillende lidstaten failliet gaan betekent dit dat een lening door de moeder in de ene lidstaat wel en in de andere lidstaat niet achtergesteld is. Bij de lening aan het concernonderdeel in Nederland deelt de moeder het risico met de concurrente schuldeisers van dat concernonderdeel. De concurrente schuldeisers van het Duitse concernonderdeel hoeven geen rekening te houden met de positie van de moeder en krijgen een groter deel van hun vordering. Als blijkt dat de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn gaan alle concernonderdelen gelijktijdig failliet. De concurrente schuldeisers die aan het Duitse concernonderdeel zijn verbonden verkeren in een betere positie dan de concurrente schuldeisers die zijn verbonden aan het Nederlandse concernonderdeel.

Een uniforme regeling over de positie van de aandeelhoudersleningen zou dit verschil weg kunnen nemen. De transactiekosten vanwege een verschil in recht

vallen in dat geval weg. Zoals gezegd, zie ik op grond van het afwegingskader voor efficiëntie niet in op welke rechtseconomische gronden de Europese Commissie een dergelijke keuze moet maken. De Europese Commissie zou zelf een keuze moeten maken of zij wel of niet de belangen van de ‘*non – adjusting*’ schuldeisers moet beschermen. Voor dit onderdeel zie ik geen reden voor een uniforme regeling en moet de EU de transactiekosten vanwege een verschil in recht accepteren.

13.4.1.5 Zekerheden bij ‘*interne*’ leningen

Een vervolgvraag is of de moeder als aandeelhouder voor een lening aan het concernonderdeel tevens zekerheden moet kunnen vestigen. De moeder neemt daarmee een hogere rangorde in ten opzichte van de concurrente schuldeisers van de concernonderdelen. Volgens Tucker¹³⁶⁴ is het vestigen van zekerheden op een lening van de moeder een indicator dat de financiering als daadwerkelijke lening kwalificeert en niet als verkapte aandelentransactie. Barneveld en Corpeleijn¹³⁶⁵ zien geen bezwaren tegen het vestigen van zekerheden voor leningen van aandeelhouders. Zij merken op dat bij zekerheden op een lening van een moeder vergelijkbare risico’s van opportunistisch gedrag spelen als bij andere financiers die zekerheden hebben gevestigd. Daarnaast gelden voldoende waarborgen, bijvoorbeeld bij het Nederlandse leerstuk van een onrechtmatige daad. Net als Skeel en Kraus-Vilmar of Verse¹³⁶⁶ zie ik geen toegevoegde waarde voor een zekerheid voor een lening van de moeder. Dit leidt in mijn ogen juist tot een verhoogd risico op opportunistisch handelen van de moeder in vergelijking met een andere zekerheidsnemers. De moeder heeft de volledige controle als aandeelhouder en kan vanuit die positie de neiging hebben om zoveel mogelijk activa onder de zekerheid te brengen.

¹³⁶⁴ Zie Tucker 2010, p. 218 – 221.

¹³⁶⁵ Barneveld en Corpeleijn 2014.

¹³⁶⁶ Zie Skeel en Kraus – Vilmar 2006 en Verse 2008.

Dit gaat ten koste van de positie van de andere schuldeisers. De rechtseconomische reden voor een zekerheid (zie hoofdstuk 10) was vooral te voorkomen dat de moeder onnodige nieuwe risico's aan zou gaan door steeds nieuwe financiering aan te trekken. Een zekerheidsnemer heeft immers een belang bij het beheersen van de risico's. Een zekerheidsnemer kan daarbij een bepaalde onderhandelingspositie tegenover de moeder innemen en kan bij de moeder afdwingen dat deze geen onnodige risico's aangaat. Als de moeder als aandeelhouder zelf als eerste zekerheidsnemer optreedt vervallen deze rechtseconomische argumenten voor zekerheden die door anderen worden genomen. Een zekerheidsrecht door de moeder heeft een aantal gevolgen. Door het vestigen van een eerste zekerheidsrecht op de activa van een concernonderdeel kan een moeder voorkomen dat andere zekerheidsnemers de controle over de activa krijgen. De moeder kan als het ware voorkomen dat andere partijen greep op de activa van een concernonderdeel krijgen. De moeder heeft, in het model zoals ik dat in mijn onderzoek voor ogen heb alle controle over de concernonderdelen en kan bepalen geen zekerheidsrechten aan andere partijen te geven. Het is immers de moeder die een afweging maakt van de voor- en nadelen bij het vestigen van zekerheidsrechten. Een negatief gevolg van een zekerheidsrecht door de moeder is dat dit nieuwe financiers mogelijk minder snel bereid zijn financiering beschikbaar willen stellen als zij weten dat de moeder een bevoorrechte positie heeft. Als de moeder toch nieuwe externe financiers aan wil trekken dan zou zij eerst afstand moeten doen van haar eigen zekerheidsrecht en eventueel een zekerheidsrecht aan een nieuwe financier verstrekken. Het leidt tot minder onnodige handelingen als de moeder op voorhand geen zekerheidsrechten vestigt. Ik zie dus geen voordelen bij het vestigen van zekerheidsrechten door de moeder bij het verstrekken van een lening. Daarentegen zie ik wel nadelen. Met een zekerheidsrecht kan de moeder een betere positie in gaan nemen ten opzichte van de bestaande schuldeisers zonder dat daar een rechtseconomische reden voor is. De nadelen van een zekerheidsrecht wegen wat mij betreft niet op tegen de voordelen ervan.

De Europese wetgever zou hier een rol kunnen pakken door een uniforme regeling vast te stellen waaruit volgt dat de moeder geen bevoorrechte positie met een zekerheidsrecht voor een aandeelhouderslening kan krijgen. De vraag is echter of de Europese wetgever daarmee verder gaat dan bedoeld in artikel 345 VWEU. Uit dit artikel volgt dat de Europese wetgever de regeling van het eigendomsrecht van een lidstaat onverlet laat. Ik ga ervan uit dat dit niet alleen geldt voor de materiële invulling van de voorwaarden voor het stellen van zekerheden, maar ook voor beperkingen in het gebruik van zekerheden door bepaalde partijen zoals de moeder. In hoofdstuk 11 heb ik al aangegeven dat het niet aan de Europese wetgever is de belangen van concurrente schuldeisers te beschermen bij de uitoefening van zekerheidsrechten. Uiteraard kan de Raad, met een (gekwalificeerde) meerderheid van stemmen, in bijvoorbeeld een verordening vaststellen waarin staat dat zekerheden op interne leningen niet mogelijk zijn. De argumentatie van een dergelijke verordening kan zijn dat daarmee een inefficiëntie wordt weggenomen en dat dit nodig is voor de verbetering van de interne markt. In hoofdstuk 11 heb ik al uitgelegd dat een lidstaat een dergelijke verordening aan kan vechten bij het HvJ als blijkt dat de verordening in strijd is met artikel 345 VWEU. Dit betekent dat het uiteindelijk aan elke lidstaat is te bepalen in hoeverre een zekerheid op een lening van een moeder mogelijk is. Een lidstaat kan ervoor kiezen het belang van een moeder zwaarder te wegen dan het belang van de concurrente schuldeisers. Het is niet aan de Europese wetgever eventuele inefficiënties in de wetgeving van een lidstaat weg te nemen, tenzij dit in strijd is met de bepalingen van het vrije verkeer van bijvoorbeeld kapitaal. Het toestaan van zekerheden op een lening door een moeder brengt echter geen belemmering van bijvoorbeeld het vrije verkeer van kapitaal met zich mee. De moeder wordt juist gestimuleerd meer financiering te verstrekken in de vorm van een lening met een zekerheidsrecht. Mogelijk belemmert het vestigen van een zekerheid door de moeder wel andere partijen om financiering beschikbaar te stellen, omdat zij een bevoorrechte positie van de moeder niet wil accepteren. Een dergelijke belemmering volgt echter niet uit een bepaling uit het recht, maar uit de keuze van

de moeder te zorgen voor zekerheidsrechten. De Europese wetgever heeft echter nog een andere optie, namelijk via de regeling van de actio pauliana. De Europese wetgever zou nadere invulling kunnen geven aan de actio pauliana door vast te leggen dat een zekerheidsrecht die de moeder van een concernonderdeel heeft verkregen leidt tot onrechtmatige benadeling. Uit de Richtlijn herstructurering¹³⁶⁷ (zie ook hoofdstuk 9) volgt dat een lidstaat nieuwe financiering moet beschermen voor zover dat nodig is voor herstructurering. Het is niet uit te sluiten dat een moeder als enige financier bereid is financiering beschikbaar te stellen, maar onder de voorwaarde dat zij zekerheden verkrijgt. De moeder wil dus alleen financieren als zij een betere positie in kan nemen dan de concurrente schuldeiser. Als deze financiering daadwerkelijk nodig is voor een haalbaar herstructureringsplan, het volkomen vaststaat dat geen enkele andere partij bereid is tot financiering en de andere schuldeisers instemmen dan kan dit een rechtvaardiging zijn voor dergelijke zekerheidsrechten. Toch blijft een strenge toetst nodig om te oordelen dat de moeder daadwerkelijk de financiering beschikbaar stelt voor herstructurering.

¹³⁶⁷ Richtlijn (EU) 2019/1023.

DEEL IV CONCLUSIES EN VERVOLGSTAPPEN

14 Conclusies en voorstellen voor vervolg

14.1 *Controle over grenzeloos financieren*

14.1.1 Afbakening van het onderzoek

Mijn onderzoek gaat over een internationaal concern waarbij elk concernonderdeel als rechtspersoon in het economische verkeer deelneemt. Mijn aanname is geweest dat de moeder bestuurder van de concernonderdelen en aandeelhouder is. Ik heb gekeken naar de positie van twee schuldeisers die een rechtsverhouding met een concernonderdeel aangaan. Dit is de leverancier die goederen of diensten op krediet levert aan een concernonderdeel en een bank die concernfinanciering verstrekt aan de moeder. De leverancier kan zich bij faillissement van een concernonderdeel verhalen op de activa waarvan het concernonderdeel de eigendomsrechten heeft. Een concernonderdeel kan echter zekerheidsrechten vestigen ten gunste van bijvoorbeeld de bank. De bank kan zich met voorrang op de zekergestelde activa van een concernonderdeel verhalen. In mijn onderzoek ben ik er verder van uitgegaan dat een bank afsprekt dat zij alle concernonderdelen contractueel kan aanspreken op nakoming van de gehele concernschuld. Mijn aanname is dat elk concernonderdeel zich hoofdelijk aansprakelijk heeft gesteld. De bank kan haar vordering dus verhalen op het gehele concern. De verhaalsmogelijkheden van de leverancier zijn beperkt tot een concernonderdeel.

Het uitgangspunt in mijn onderzoek was een concern met concernonderdelen in Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Daarbij geldt dat elk land haar eigen juridische ordening vaststelt waarbij verschillende rechtsgebieden zijn te onderscheiden, zoals het contracten-, rechtspersonen-, zekerheden- en faillissementsrecht. Het concern, de bank en een leverancier kunnen voor elk rechtsgebied te maken krijgen met een verschil in wetgeving tussen de landen. Dit brengt mee dat de partijen die in verschillende landen economische activiteiten

uitvoeren voor elk land moeten nagaan wat hun rechten zijn. Dit leidt voor deze partijen tot hogere transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving tussen de lidstaten. De lidstaten in Europa hebben zich echter georganiseerd in een groter economisch geheel, te weten de EU. De Europese wetgever (vertegenwoordigd door de gezamenlijke lidstaten) kan binnen de rechtsgebieden uniforme regels vaststellen ter verbetering van de interne markt en om de transactiekosten per saldo te verminderen. Bij uniforme regels hebben internationaal opererende partijen niet meer te maken met een verschil in transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving.

14.1.2 Waarom grenzen?

Binnen de bovenstaande context komt mijn onderzoek neer op beantwoording van de vraag: waarom bestaan die grenzen? Het gaat over de grenzen bij de afbakening van activa in rechtspersonen (concernonderdelen) en zekerheidsrechten. Verder heb ik het over grenzen tussen de landen waarbij elk land voor (onderdelen) van elk rechtsgebied eigen keuzes in de juridische ordening kan maken waardoor transactiekosten ontstaan vanwege een verschil in recht tussen de landen. Dit leidt tot de vraag in hoeverre grenzeloos financieren in de EU op dit moment efficiënt is, met name door het ontbreken van een uniform recht binnen sommige rechtsgebieden in de EU. Leidt verdergaande uniformering van recht in de EU per saldo tot lagere transactiekosten?

Om een antwoord op de bovengenoemde vragen te formuleren heb ik de juridische ordening in de EU vergeleken met die van de VS. Ook in de VS delen een federale en statelijke wetgever de bevoegdheid regels vast te stellen. Toch lijkt de juridische ordening in de VS uniformer dan in de EU. Het faillissementsrecht is bijvoorbeeld federaal zoals opgenomen in de *Bankruptcy Code*. De staten in de VS hebben weliswaar zelf het rechtspersonen- en zekerhedenrecht vastgesteld, maar laten zich vooral leiden door uniforme modelwetgeving, zoals de *Model Business Association Act* (MBCA) en het zekerhedenrecht in de *Uniform Commercial Code*

(UCC). Is het beter om in de EU ook tot een verdergaande uniforme juridische ordening te komen? En wat kan de EU van de VS leren?

14.2 *Onderzoeksvragen en -methode*

14.2.1 *Onderzoeksvragen*

Mijn onderzoek gaat over de vraag wat de EU, en meer specifiek de Europese Commissie, kan doen om de financiering (leverancierskrediet en concernfinanciering) van internationale concerns te verbeteren. Dit komt uiteindelijk neer op een afweging van de belangen van de concernonderdelen, de bank die concernfinanciering beschikbaar stelt en de leverancier die op krediet levert. Mijn vraagstellingen heb ik als volgt geformuleerd:

- 1) *Kan de financiering door een bank van een concern dat in de EU grensoverschrijdend opereert meer efficiënt juridisch worden geregeld dan nu het geval is? Hoe verhoudt zich dat tot de positie van de leverancier (leverancierskrediet)?*
- 2) *Welke lessen kan de Europese Commissie trekken uit de regulering van de financiering door een bank van een grensoverschrijdend concern in de VS?*
- 3) *Welke maatregelen moet de Europese Commissie daartoe concreet voorstellen om de financiering door een bank van een concern dat in de EU grensoverschrijdend opereert efficiënter te reguleren?*

14.2.2 *Onderzoeksmethode: uitgangspunten en onderzoeks(sub)vragen*

Om mijn onderzoeksvragen te beantwoorden formuleer ik een aantal uitgangspunten die de basis voor mijn nadere onderzoek zijn naar de verschillen in recht van de deelonderwerpen (rechtspersonen, faillissements- of zekerhedenrecht). Bij elk deelonderwerp hanteer ik verder steeds dezelfde set aan vragen. Op deze manier kan ik met een gestructureerde onderzoeksmethode de verschillen in recht analyseren en nagaan of de Europese Commissie

transactiekosten vanwege een verschil in recht kan of zou moeten wegnemen. Mijn analyse is nadrukkelijk kwalitatief van aard. Ik lever geen kwantitatieve bewijzen.

Uitgangspunten:

1. Afbakening betrokken partijen:
 - a. Het onderzoek is beperkt tot de afweging van de belangen van i) het internationale concern, ii) de bank en iii) de leverancier.
 - b. De bank en de leveranciers zijn beschreven als financiers die een rechtsverhouding met het concern(onderdeel) aangaan.
 - c. Het belang van de bank respectievelijk de leverancier is beschreven in termen van gebruikers-, inkomens- en controlerechten.
2. Kader voor afweging van de belangen:
 - a. Er is een efficiënte verdeling van controlerechten als de voordelen voor de ene partij opwegen tegen de nadelen van de andere partij.
 - b. Partijen kunnen in een onderlinge onderhandeling zorgen voor een optimale verdeling van:
 - i. controlerechten of
 - ii. transactiekosten vanwege een verschil in recht tussen landen (vrije rechtskeuze).
 - c. Er kunnen grenzen zijn aan de vrijheid tot onderhandelingen, vanwege:
 - i. Derdenwerking.
 - ii. ‘*Non – adjusting*’ schuldeisers.
 - iii. Dwingende bepalingen van een land.
3. Institutioneel kader
 - a. Een land kan in de juridische ordening kiezen voor het verankeren van een controlerecht, omdat dit land de belangen van bepaalde partijen zwaarder of minder zwaar weegt. Als de landen hierin verschillende keuzes maken ontstaan transactiekosten vanwege een verschil in recht.

- b. De landen opereren in een institutionele omgeving waarbij bevoegdheden tot het maken van keuzes in de juridische ordening zijn verdeeld tussen de landen en de federale overheid respectievelijk de Europese wetgever.

Mijn onderzoeksvragen heb ik verdeeld in verschillende blokken waarin per blok onderzoeksvragen zijn geformuleerd. Elke set aan vragen behandel ik in elk hoofdstuk over een rechtsgebied. De vragen uit blok 1 zijn gericht op de beschrijving van de controlerechten voor een bepaald rechtsgebied. De vragen uit blok 2 zijn bedoeld om op hoofdlijnen de kenmerken van de juridische ordening van de EU, Nederland, Duitsland, het VK en de VS te beschrijven. De volgende stap is om na te gaan in welke mate er verschillen in recht zijn en in hoeverre de verschillen in recht voor partijen zijn te voorzien. Blok 3 gaat over het wegnemen van een verschil in recht. De vraag is in hoeverre partijen met een vrije rechtskeuze de transactiekosten vanwege een verschil in recht kunnen verdelen. In dit blok ga ik na in welke mate de verschillen in recht gerechtvaardigd zijn vanwege een dwingende reden van algemeen belang die een land hanteert en of een maatregel van een land geschikt en proportioneel is. In dit blok komt tevens de wenselijkheid van uniformering aan de orde. Indien nodig beschrijf ik aanbevelingen aan de Europese Commissie.

14.3 Analytisch kader als basis

14.3.1 Concernfinanciering als geheel van rechten bij financieringstransacties

De rechtenbenadering als analytisch kader

Om na te gaan welke verbeteringen mogelijk zijn heb ik een analytisch kader uitgewerkt. Dit kader haal ik aan als de rechtenbenadering. Hieronder geef ik een uitleg. In dit analytisch kader beschrijf ik de positie van alle betrokken partijen in termen van individuele rechten. De moeder in het concern stel ik in het middelpunt

die als bestuurder van de concernonderdelen moet zorgen dat de concernonderdelen economische activiteiten uit kunnen voeren. Voor het verrichten van de economische activiteiten moeten de concernonderdelen activa (gebouwen, machines, computers, vervoermiddelen en dergelijke), mensen (arbeid) en geld kunnen gebruiken. De concernonderdelen hebben met andere woorden gebruikersrechten op activa, arbeid en geld nodig. De bank levert een gebruikersrecht op geld en de leverancier een gebruikersrecht op activa. De moeder mag het geleende geld van de bank respectievelijk de geleverde goederen en diensten van de leverancier (tijdelijk) gebruiken. Als tegenprestatie voor het beschikbaar stellen van de gebruikersrechten krijgen deze partijen recht op betaling van een bedrag. Voor de bank is dit de betaalde rente en voor een leverancier de overeengekomen prijs. Dit te betalen bedrag noem ik het inkomensrecht dat een bank respectievelijk leverancier heeft.

Om de gebruikersrechten te leveren en de inkomensrechten te betalen gaan de bank respectievelijk de leverancier een contractuele verhouding aan met een concernonderdeel of de moeder. De relatie tussen een concern(onderdeel) en de bank respectievelijk de leverancier heb ik omschreven in termen van een rechtsverhouding tussen een '*principal*' en een '*agent*'. De bank respectievelijk de leverancier zijn dan de '*principal*' en het concern(onderdeel) de '*agent*'. Een '*principal*' loopt het risico dat de moeder of een concernonderdeel zich als '*agent*' opportunistisch gedraagt en het eigen belang voorop stelt ten koste van het belang van de '*principal*'. Om dit risico te beheersen willen de bank en de leverancier niet alleen een inkomensrecht, maar tevens een controlerecht. Dit kan in de vorm van zekerheden of een eigendomsvoorbehoud. De bank en de leverancier willen met andere woorden zorgen dat zij controle kunnen behouden over de rechtsverhouding met het concern om daarmee hun eigen belang te kunnen beschermen.

Financiering (concernfinanciering en leverancierskrediet) van een internationaal concern als economische eenheid door de bank en de leverancier kan ik daarmee beschrijven als een geheel van gebruikers-, inkomens- en

controlerechten. De moeder moet gebruikersrechten organiseren en heeft daarvoor de bank en de leverancier nodig. Deze partijen willen in ruil daarvoor een inkomensrecht en zo veel mogelijk controlerechten. De rechten van elke partij zijn mijn uitgangspunt waarbij ik de nadruk leg op controlerechten van de bank en de leverancier. De vraag die ik stel is op welke manier de controlerechten zijn verdeeld tussen de partijen die transacties met de concernonderdelen zijn aangegaan. De vervolgvraag is hoe de controlerechten juridisch zijn ingebed (welk rechtsgebied en onder welke voorwaarden?) in de landen van Europa en de VS. Mijn vraagstelling komt daarmee neer op een vergelijking van de controlerechten in de juridische ordening van de (lid)staten in de VS en de EU. Hoe zijn de transactiekosten tussen de partijen verdeeld? Leiden de keuzes in de vaststelling van de controlerechten in de VS per saldo tot lagere transactiekosten in vergelijking met de EU? Is de juridische ordening van de controlerechten in de VS efficiënter dan in de EU?

Efficiëntie - criterium

Een verandering in de controlerechten is efficiënt als het voordeel van de ene partij bij een verandering in controlerechten opweegt tegen een mogelijk nadeel voor een andere partij. De controlerechten zijn efficiënt verdeeld als een dergelijke verandering in controlerechten niet meer mogelijk is. Dit is het efficiëntie-criterium van Kaldor – Hicks. Het startpunt in mijn onderzoek was daarbij een bestaande verdeling van controlerechten zoals die nu in de juridische ordening van de EU en de VS is vastgelegd. Met mijn onderzoek ben ik met dit efficiëntie-criterium in de eerste plaats uitgegaan van een rechtseconomisch perspectief met als vraag of een herverdeling van controlerechten in de EU bij de financiering (leverancierskrediet en concernfinanciering) van een internationaal concern nodig is om tot een efficiëntere verdeling van transactiekosten te komen. Deze rechtseconomische afweging komt uiteindelijk neer op een afweging van de voor- en nadelen van de verschillende betrokken partijen, zoals het concern, de leverancier en de bank. Een herverdeling is efficiënt als de voordelen ervan voor

één van de partij opwegen tegen de nadelen voor een andere partij. De voor- en nadelen heb ik niet gekwantificeerd. In mijn onderzoek heb ik kwalitatieve argumenten gegeven waarbij ik de belangen van de betrokken partijen heb beschreven. De volgende stap in mijn analyse is op welk niveau een aanpassing in de juridische ordening nodig is. Moet een lidstaat de wetgeving aanpassen of is uniforme of geharmoniseerde regelgeving op Europees niveau nodig? Dit is een afweging vanuit een juridisch perspectief.

14.3.2 Juridische ordening VS is uniformer dan EU, maar niet te kopiëren

Uniformering van recht

Een makkelijk antwoord op mijn onderzoeksvraag is dat het recht in de EU zoveel mogelijk geüniformeerd moet worden. Op deze manier bestaan in het internationale handelsverkeer geen onnodige transactiekosten meer vanwege een verschil in recht. In de VS is het recht uniformer dan in de EU. Dit is een indicatie dat de transactiekosten in de VS lager zijn dan in de EU. Het proces om tot uniformering te komen heeft in de VS echter een eigen pad van ontwikkeling doorlopen dat in de EU niet zondermeer is te kopiëren. In de VS zijn de MBCA en de UCC via private initiatieven tot stand gekomen. Organisaties zoals de American Law Institute (initiatiefnemer UCC) of de American Bar Association (initiatiefnemer MBCA) hebben modelwetgeving vastgesteld die de staten over hebben genomen. In de EU bestaan dergelijke private organisaties niet en ligt het initiatief vooral bij de Europese Commissie. Ik heb in mijn onderzoek onderbouwd dat het proces om in de EU tot uniforme regels te komen in de EU anders zal zijn dan in de VS en niet is te kopiëren.

In mijn onderzoek heb ik de verschillende manieren in de EU beschreven om tot uniforme regels te komen. De Europese Commissie kan met aanbevelingen komen. Daarnaast kan de Europese wetgever via richtlijnen minimumnormen stellen die de lidstaten moeten vastleggen in hun eigen wetgeving. Dit is een vorm van harmonisatie. In mijn onderzoek heb ik bij de bespreking van een aantal

rechtsgebieden vooral het belang van de harmonisatie benadrukt. In de meest vergaande vorm van uniformering kan de Europese wetgever (de gezamenlijke lidstaten) in een verordening regels vaststellen die in de plaats komen van de wetgeving van de lidstaten. Een voorbeeld zijn de verwijzingsregels die in het internationale privaatrecht nodig zijn om het toepasselijke recht te bepalen. Als de lidstaten dergelijke verwijzingsregels zelf vaststellen dan kan dit leiden tot onduidelijkheid over het toepasselijke recht waarbij verschillende lidstaten conflicterende verwijzingsregels kunnen vaststellen. Daarnaast ben ik ingegaan op de nut van wetgeving zoals de Europese verordening over de Europeesrechtelijke rechtspersoon de *Societas Europaea* (SE). Het idee bij de SE was om een rechtspersoon te creëren die volledig los van het rechtspersonenrecht van de lidstaten zou staan en uitsluitend zou worden geregeerd door Europees recht. Op een groot aantal onderdelen wordt bij de SE echter toch weer verwezen naar het recht van de lidstaten.

Wetgeving door lidstaten

De lidstaten maken in de EU zelf keuzes in hun eigen private rechtsordening. Een lidstaat is soeverein bij het vaststellen van de juridische ordening en maakt in het recht zelf een afweging in de belangen van de verschillende inwoners in haar lidstaat. Een gevolg hiervan is dat een verschil in wetgeving tussen de lidstaten kan ontstaan. Dit leidt tot transactiekosten die voor rekening komen van een internationaal opererende partij. De centrale vraag in mijn onderzoek is in hoeverre deze transactiekosten zijn weg te nemen met uniforme regels. Om na te gaan in welke mate uniformering nodig is moet ik de voordelen van uniformering afwegen tegen de nadelen ervan. Deze afweging maak ik met behulp van de efficiëntiebegrippen, te weten Pareto-efficiëntie (iedereen is beter af met uniformering) en het efficiëntie begrip van Kaldor – Hicks (uniformering is wenselijk als de baten hoger zijn dan de kosten). In sommige gevallen leveren uniforme regels voordelen op voor alle partijen (Pareto – efficiëntie), zoals bij de verwijzingsregels voor het bepalen van het toepasselijke recht voor rechtsverhoudingen met een internationaal

karakter. In sommige gevallen ontstaat een verschil in wetgeving omdat de ene lidstaat bepaalde belangen zwaarder weegt dan een andere lidstaat. In dat geval zou uniformering nog steeds leiden tot een verlaging van de transactiekosten voor de internationaal opererende partij. Uniforme regels gaan echter wel ten koste gaan van de belangen die een bepaalde lidstaat wil beschermen. Op grond van het principe van Kaldor – Hicks is uniformering een efficiënte keuze als de baten van de internationaal opererende partij opwegen tegen de kosten ervan voor de partij die een lidstaat wil beschermen. Deze afweging plaats ik in mijn onderzoek binnen de context van de Europese interne markt. In de EU is een belangrijke doelstelling ervoor te zorgen dat grensoverschrijdende transacties op een efficiënte en doeltreffende wijze plaats kunnen vinden, mede vanwege het toenemende internationale verkeer van ondernemingen. Binnen de interne markt moeten onnodige belemmeringen in het internationale verkeer weg worden genomen. Binnen die Europese context heb ik in mijn onderzoek een aantal mechanismes in het Europese recht beschreven die een onnodig verschil in wetgeving weg kunnen nemen of zouden moeten nemen. Het gaat dan om de vrijheid van rechtskeuze en het beoordelingskader dat voortvloeit uit de bepalingen van het vrije verkeer. Beide mechanismes komen hieronder kort aan de orde.

Vrijheid van rechtskeuze en Europese regels over het vrije verkeer

Als de partijen zelf hun toepasselijke recht kunnen kiezen (vrije rechtskeuze) dan kunnen de partijen die bij een transactie zijn betrokken zelf bepalen welk recht voor hen tot de laagste transactiekosten leidt. Een voordeel van vrije rechtskeuze is dat een bepaalde mate van onderlinge concurrentie tussen de lidstaten in de wetgeving ontstaat. De partijen kiezen veelal voor het recht dat het beste aansluit op de behoeften van deze partijen (dus lage transactiekosten). Een systeem van een vrije rechtskeuze kan worden aangevuld met de mogelijkheid van een land om, ondanks een rechtskeuze, voorwaarden van dwingend recht op te leggen. Op deze manier kan een land alsnog zorgen dat voor bepaalde partijen minimale waarborgen gelden voor zover het land expliciet onderbouwd dat het gaat om

dwingend recht. Ook met een vrije rechtskeuze kan een land de belangen van sommige partijen nog steeds beschermen.

De *'right to regulate'* van een lidstaat is in de EU beperkt. Een lidstaat mag in haar wetgeving geen belemmeringen opwerpen die in strijd zijn met de bepalingen van het vrije verkeer, bijvoorbeeld het vrije verkeer van kapitaal. Dit geldt ook voor keuzes van een lidstaat in het goederen- of zekerhedenrecht. Ik ben in mijn onderzoek ingegaan op artikel 345 VWEU waarin staat dat het Europese recht het eigendomsrecht van een lidstaat onverlet laat. Dit betekent echter niet dat een lidstaat via bepalingen in het zekerhedenrecht het vrije verkeer van bijvoorbeeld kapitaal kan belemmeren. Ik kom hier nog op terug. Een lidstaat mag een bepaling in haar juridische ordening die leidt tot een belemmering alleen in stand houden als de lidstaat daarvoor een dwingende reden van algemeen belang heeft, bijvoorbeeld de bescherming van de concurrente schuldeisers, zoals een leverancier. De bepaling moet wel geschikt zijn om de belangen van bijvoorbeeld leveranciers te beschermen en mag niet verder gaan dan nodig. Als een bepaling in het recht van een lidstaat in strijd is met de Europese regels over het vrije verkeer dan moet de lidstaat de bepaling schrappen. Het verschil in wetgeving neemt af. Als de bepaling van de lidstaat daarentegen wel binnen de voorwaarden van het vrije verkeer past dan mag de lidstaat haar eigen recht blijven toepassen. Dit kan als gevolg hebben dat een verschil in wetgeving blijft bestaan en daarmee blijven de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving bestaan. De Europese wetgever (en dus de gezamenlijke lidstaten) kunnen deze transactiekosten wegnemen met een uniforme regeling. Ter voorbereiding op een uniforme regeling kan de Europese Commissie nagaan in hoeverre de voordelen van uniformering opwegen tegen de nadelen ervan. Hier zit een verschil tussen de EU in vergelijking met de VS. De federale wetgever in de VS kan bij onnodige belemmeringen in het interstatelijke verkeer weliswaar federale wetgeving vaststellen, maar laat, meer dan in de EU, vooral veel ruimte aan de staten om keuzes in het recht te maken.

Om na te gaan welke stappen de Europese Commissie kan nemen om de financiering van een internationaal concern te verbeteren heb ik verschillende

rechtsgebieden geanalyseerd, te weten het rechtspersonen-, faillissements- en het zekerhedenrecht. Voor al die rechtsgebieden ben ik nagegaan wat de rechtseconomische afwegingen zijn van de verdeling van de controlerechten in het betreffende rechtsgebied. Vervolgens heb ik op hoofdlijnen beschreven op welke wijze de controlerechten in de landen juridisch zijn verankerd en in hoeverre verschillen in recht tussen de landen bestaan. Verder heb ik onderzocht in hoeverre binnen een bepaald rechtsgebied een vrije rechtskeuze mogelijk is en in hoeverre eventuele verschillen in recht in strijd zijn met de bepalingen over het vrije verkeer. Daarbij ben ik steeds nagegaan welke lessen de EU uit de juridische ordening van de VS kan trekken. Voor de verschillende rechtsgebieden heb ik uitgewerkt in hoeverre uniformering of harmonisering van recht in de EU nodig is. Hieronder geef ik mijn conclusies weer voor de verschillende rechtsgebieden.

14.4 Beschrijving per rechtsgebied

14.4.1 Concern als organisatievorm

14.4.1.1 Variabelen van concernvorming

Het concern heb ik in mijn onderzoek omschreven als een economische eenheid waarbij ik een aantal variabelen heb geïdentificeerd. De eerste variabele is de mate van de centrale zeggenschap van de moeder in een concern. Binnen deze variabele gaat het bijvoorbeeld over de zorgplicht van de moeder als bestuurder van een concernonderdeel. Een tweede variabele is de mate van economische afhankelijkheid tussen de concernonderdelen. Het gaat dan over de rechtseconomische overwegingen van de moeder bij het oprichten van een concernonderdeel als rechtspersoon en de mate waarin het faillissement van het ene concernonderdeel kan leiden tot het faillissement van een ander concernonderdeel. Hieronder staat een korte toelichting op beide variabelen.

14.4.1.2 Variabele 1 – centrale zeggenschap

14.4.1.2.1 De spilfunctie de moeder als feitelijk bestuurder

De moeder vervult een spilfunctie in het concern zoals dat in mijn onderzoek model staat. Mijn uitgangspunt is dat de moeder de volledige zeggenschap over alle concernonderdelen heeft en direct of indirect alle gebruikersrechten voor de concernonderdelen organiseert. Zij vormt het bestuur en is aandeelhouder. De moeder onderhandelt met de financiers over de controlerechten. De moeder beslist over de inzet van de economische activa, de organisatievorm en het aantal rechtspersonen waar het concern uit bestaat. De moeder is als bestuurder bevoegd een concernonderdeel te vertegenwoordigen. Zij heeft in de EU en de VS een ruime bevoegdheid om namens een concernonderdeel contracten aan te gaan. De bevoegdheden van het bestuur een rechtspersoon te vertegenwoordigen zijn in de EU en de VS geharmoniseerd. Er zijn nauwelijks verschillen in recht tussen de landen. Binnen de VS en de EU zijn verder verschillende juridische mogelijkheden de moeder in een concern bij opportunistisch handelen aansprakelijk te stellen, bijvoorbeeld doordat de moeder als bestuurder van de concernonderdelen onrechtmatig handelt. De juridische instrumenten om de moeder als bestuurder van de concernonderdelen aansprakelijk te stellen kunnen verschillen per land, maar de effecten in termen van aansprakelijkheid lijken vergelijkbaar. De verschillen in recht tussen de landen leiden echter wel tot transactiekosten voor partijen die in het internationale verkeer opereren. Deze transactiekosten zijn weg te nemen met bijvoorbeeld een uniforme regeling voor zorgplicht van de moeder als bestuurder van de concernonderdelen. Met het gekozen afwegingskader voor efficiëntie zie ik geen gronden voor het afschaffen van de beperkte aansprakelijkheid van de concernonderdelen als rechtspersoon. Het afwegingskader gaat uit van het afwegen van de voor- en nadelen voor de betrokken partijen. Het afschaffen van beperkte aansprakelijkheid in concernverband is een voordeel voor de (*non – adjusting*) schuldeisers omdat zij de moeder aansprakelijk kunnen stellen, maar

een nadeel van de moeder die minder mogelijkheden heeft om het concern op rechtseconomische gronden in te richten. De Europese Commissie zou een voorstel voor het afschaffen van beperkte aansprakelijkheid in concernverband op andere gronden moeten baseren.

14.4.1.2.2 Zorgplicht van de moeder als bestuurder van een rechtspersoon

De moeder moet als bestuurder soms beslissingen nemen die andere partijen benadelen. Het bestuur heeft in de EU en de VS ruime mogelijkheden een belangenafweging te maken zonder dat het bestuur het risico loopt dat zij aansprakelijk wordt gesteld vanwege benadeling van een betrokken partij. In de VS staat dit bekend als de *'business judgement rule'*. Als bestuurder heeft de moeder in de VS en de lidstaten in de EU de verantwoordelijkheid te handelen in het belang van de vennootschap als geheel. Het bestuur kan niet handelen in het belang van specifieke groepen, zoals schuldeisers of de leveranciers. In de VS en het VK kan het bestuur de belangen van schuldeisers wel meewegen in haar handelen, maar moet zij vooral handelen in het belang van de aandeelhouders. In Nederland en Duitsland moet het bestuur meer een afweging maken tussen de belangen van alle betrokken partijen. In de aanloop van een mogelijk faillissement moet het bestuur wel dwingender rekening houden met de belangen van de schuldeisers. Dit volgt bijvoorbeeld uit het leerstuk van de faillissementspauliana op grond waarvan schuldeisers benadelende rechtshandelingen in de aanloop van een faillissement kunnen vernietigen. In de EU is in een Richtlijn herstructurering ((EU) 2019/1023) opgenomen dat bestuurders bij een dreigende insolventie een expliciete zorgplicht hebben en rekening moeten houden met de betrokken partijen (zoals schuldeisers). Het bestuur moet zich inzetten insolventie te voorkomen. Dit gaat verder dan in de VS waar nadrukkelijk is gekozen voor een ruime bescherming van bestuurders voor mogelijke aansprakelijkheid, zoals volgt uit de *'business judgement rule'*. In de VS geldt over het algemeen als standpunt dat een expliciete zorgplicht voor het bestuur bij een naderend faillissement te vaag is en

kan leiden tot onnodig voorzichtig handelen van het bestuur. De formulering van de zorgplicht zoals die nu in de richtlijn staat leidt in de EU echter niet tot voorzigtiger handelen van bestuurders. Een dergelijke zorgplicht geldt nu ook al, bijvoorbeeld via het leerstuk van de onrechtmatige daad of de faillissementspauliana. Een voordeel van een uniforme zorgplicht in de EU is dat een dergelijke plicht in alle lidstaten op een eenduidige manier gaat gelden. Binnen een concern zoals ik dat voor ogen heb betekent dit dat de moeder voor elk concernonderdeel dezelfde zorgplicht heeft.

14.4.1.2.3 Variabele 2 - economische afhankelijkheid tussen concernonderdelen

Uitwerking van economische afhankelijkheid

Een andere variabele om het concern als economische eenheid te beschrijven is de mate van economische afhankelijkheid tussen de concernonderdelen. Concernonderdelen zijn economisch afhankelijk als meerdere concernonderdelen volgtijdelijk failliet kunnen gaan. Als het ene concernonderdeel failliet gaat dan heeft dat economische gevolgen voor een ander concernonderdeel. Een manier om de economische afhankelijkheid te beschrijven is na te gaan in hoeverre de concernonderdelen in dezelfde relevante geografische of productenmarkt opereren. De economische afhankelijkheid is een belangrijke variabele in mijn bespreking over efficiëntie van de financiering van een internationaal concern en komt bij verschillende onderdelen in mijn analyse terug. In de EU en de VS is de mate van economische afhankelijkheid niet formeel uitgewerkt en er bestaan geen indicatoren om de mate van economische afhankelijkheid vast te kunnen stellen. Om te zorgen dat de lidstaten de variabele van de economische afhankelijkheid op een vergelijkbare wijze gaan gebruiken stel ik voor dat de Europese Commissie de variabele van economische afhankelijkheid uitwerkt. De Europese Commissie kan vervolgens voorstellen doen het begrip van economische afhankelijkheid toe te passen bij bijvoorbeeld aanscherping van de groepscoördinatieprocedure uit de Europese Insolventieverordening.

Nut van rechtspersonen en imperfecties bij concernvorming

In mijn analyse over de gevolgen van de economische afhankelijkheid binnen een concern geef ik een beschrijving van de rechtseconomische functie van een concernonderdeel als rechtspersoon. Een rechtspersoon is vanuit een rechtseconomisch perspectief nodig om monitoringskosten van de betrokken partijen te verlagen, zoals voor de aandeelhouders en schuldeisers. Door het oprichten van een rechtspersoon kan een moeder specifieke schuldeisers of financiers aantrekken. Het voordeel voor een schuldeiser of financier is dat deze dan alleen de economische activiteiten van dat ene concernonderdeel hoeft te monitoren en niet het concern als geheel. Als blijkt dat concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn dan moet bijvoorbeeld een schuldeiser alsnog het economische handelen van de andere concernonderdelen monitoren en moet dus transactiekosten maken. Het rechtseconomische argument voor het oprichten van een concernonderdeel als rechtspersoon valt weg als de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn.

Een voorwaarde vanuit de bovengenoemde monitoringstheorie is dat de afbakening van rechtspersonen binnen een concern (waaronder het oprichten van subgroepen), -financiering en de economische afhankelijkheid van concernonderdelen voldoende transparant is. De schuldeisers kunnen dan inschatten in hoeverre zij ook andere concernonderdelen moeten monitoren. In mijn onderzoek heb ik een aantal grove indicaties gevonden die erop wijzen dat in de EU het risico op onnodige ingewikkelde (en dus intransparante) concernstructuren hoger is dan in de VS. Een indicator is dat de rol van banken in de EU prominenter is dan in de VS. In de EU zijn er relatief veel banken die ondernemingen financieren. Banken zullen concerngaranties eisen als deze geconsolideerde concernfinanciering beschikbaar stellen. Een concerngarantie kan ertoe leiden dat de moeder geen belang meer heeft te zorgen voor een transparante concernstructuur. Alle concernonderdelen zijn immers toch aansprakelijk voor de volledige concernschuld. Verder heb ik gekeken naar de fiscale motieven om

rechtspersonen binnen een concern op te zetten. Mijn inschatting is dat in de EU de prikkel een rechtspersoon in een concern op te richten vanuit fiscale motieven groter is dan in de VS. In de EU lijken de verschillen in fiscale wetgeving groter dan in de VS. Ook dit kan met zich meebrengen dat concernvorming onnodig ingewikkeld wordt. De moeder richt een concernonderdeel niet op vanwege rechtseconomische motieven, maar om een fiscaal voordeel te behalen. Als in de EU inderdaad een groter risico bestaat op ondoorzichtige concernvorming dan betekent dit in mijn ogen dat in de EU een grotere noodzaak is de indicatoren van economische afhankelijkheid tussen concernonderdelen uit te werken.

14.4.2 Rechtspersonenrecht

In mijn analyse heb ik eveneens gekeken naar de juridische vormgeving van de concernonderdelen als rechtspersoon zoals geregeld in het rechtspersonenrecht. Dit rechtsgebied reguleert onder andere de verhouding tussen het bestuur en de aandeelhouders. In het rechtspersonenrecht kunnen ook bepalingen staan die nodig zijn voor het beschermen van schuldeisers, zoals de leveranciers. Een voorbeeld zijn de regels over financiële transparantie die een rechtspersoon in de jaarrekeningen moet opnemen of de bepalingen over het minimumkapitaal. De moeder heeft in de EU en de VS een ruime rechtskeuze voor het toepasselijke rechtspersonenrecht heeft. De moeder kan voor het rechtspersonenrecht kiezen dat voor haar leidt tot de laagste transactiekosten. De landen van ontvangst kunnen die rechtskeuze niet beperken met bijvoorbeeld als reden dat zij in hun rechtspersonenrecht de belangen van schuldeisers willen beschermen. Dit betekent overigens niet dat een wetgever de belangen van schuldeisers niet kan beschermen. Voor een deel kan een wetgever deze belangen nog altijd in een ander rechtsgebied reguleren, bijvoorbeeld via het faillissementsrecht en het zekerhedenrecht. De vrije rechtskeuze van de moeder in het rechtspersonenrecht betekent dus niet per se een benadeling van de positie van de schuldeisers. Daarnaast geldt dat voor een deel de belangen van schuldeisers, bijvoorbeeld via de transparantierichtlijnen of de

richtlijn preventieve herstructurering, in de EU al uniform zijn geregeld. Ik heb in mijn analyse geen argumenten kunnen achterhalen dat een uniform rechtspersonenrecht leidt tot een meer efficiënte financiering van een concern. De vrije rechtskeuze breng mee dat de moeder haar transactiekosten met een vrije rechtskeuze zo laag mogelijk kan houden, terwijl dit niet per se leidt tot benadeling van schuldeisers.

14.4.3 Faillissement en herstructurering bij concerns

14.4.3.1 Faillissementen van concernonderdelen

In Europa is het aan de landen om de bepalingen in het faillissementsrecht vast te leggen. In de VS is het faillissementsrecht federaal opgezet. De regelingen tussen de lidstaten in de EU en de VS verschillen. In de VS kan de moeder bij herstructurering van bijvoorbeeld een concernonderdeel de zeggenschap behouden. In het VK hebben de zekerheidsnemers bij faillissement een sterke positie. Zij kunnen een ‘*administrator*’ aanstellen die als vertegenwoordiger van de zekerheidsnemers optreedt. In Nederland en Duitsland speelt de rechter een centrale rol die een curator of een ‘*Verwalter*’ aan kan wijzen die in het belang van de gezamenlijke schuldeisers handelt. De keuzes die in het VK in het faillissementsrecht zijn gemaakt zijn niet per se efficiënter (per saldo de laagste transactiekosten) dan de keuzes die in het faillissementsrecht van Duitsland zijn gemaakt. Het is aan een land te bepalen in welke mate zij de belangen van de concurrente schuldeisers via het faillissementsrecht wil beschermen. Op dit punt heb ik aangegeven dat de juridische ordening in de EU bij faillissement dus niet zondermeer minder efficiënt is dan de juridische ordening in de VS. Hieronder ga ik nog wel in op een aantal onderdelen waarvoor uniforme regels gelden of zouden moeten gelden. Ik ga in op de gecoördineerde afwikkeling bij een faillissement in een concern en herstructurering. Daar komt bij dat het toepasselijke recht in de EU in voldoende mate is te voorzien voor schuldeisers. De statutaire zetel van een

rechtspersoon is bepalend om het toepasselijke recht vast te stellen. Dit geldt ook voor het faillissement van een concernonderdeel.

14.4.3.2 Gecoördineerde afwikkeling van faillissementen in een concern

Binnen een concern waar de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn is bij het afwickelen van een faillissement of bij herstructurering van verschillende concernonderdelen een bepaalde mate van coördinatie nodig. De afwikkeling van het faillissement van het ene concernonderdeel heeft immers gevolgen voor het faillissement van een ander concernonderdeel. In de EU bestaat een groepscoördinatieprocedure binnen concernverband. Deze procedure is gebaseerd op vrijwilligheid en gaat niet ver genoeg. De groepscoördinatieprocedure gaat minder ver dan de mogelijkheden in de VS voor de administratieve consolidatie. In de VS kan één rechter op grond van het federale faillissementsrecht het faillissement van het hele concern coördineren. Mijn aanbeveling is dat de Europese Commissie een aanpassing van de Europese Insolventieverordening (hierna: EIV) voor gaat stellen. In deze aanpassing moet komen te staan dat als hoofdregel gaat gelden dat een groepscoördinatie verplicht is als blijkt dat de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. Dit kan dan gelden als voldaan is aan de indicatoren van economische afhankelijkheid zoals de Europese Commissie die kan opstellen. Daarnaast kan de Europese Commissie voorstellen om in een aangepaste EIV een definitie van een coördinerend centrum van voornaamste belangen op te nemen. Als rechtsvermoeden kan de statutaire en feitelijke vestiging van de moeder als uitgangspunt gelden. De rechter uit de lidstaat van het coördinerend centrum van voornaamste belangen kan de taak als coördinerend rechter op zich nemen. Nadat de coördinerend rechter alle partijen heeft gehoord kan de coördinerende rechter de groepscoördinatieprocedure verplichtend opleggen.

Ik ben in mijn onderzoek verder nog ingegaan op de materiële geconsolideerde afwikkeling binnen een internationaal concern. Een dergelijke vorm van

consolidatie is binnen een concern alleen nodig als niet meer is te achterhalen in welke rechtspersoon bepaalde activa zijn ondergebracht waarbij de verschillende rechtspersonen alle activa over en weer hebben gebruikt. Materiële consolidatie is alleen nodig als een geconsolideerde afwikkeling van een faillissement de enige redelijke mogelijkheid is om tot een redelijke verdeling van de failliete boedel te komen. Materiële consolidatie (ook grensoverschrijdend) moet alleen bij hoge uitzondering en met grote terughoudendheid mogelijk zijn. Om te zorgen dat alle landen op dezelfde wijze omgaan met een geconsolideerde afwikkeling van een faillissement van verschillende concernonderdelen zou de Europese Commissie in bijvoorbeeld de EIV moeten opnemen dat de lidstaten alleen overgaan tot een materiële geconsolideerde afwikkeling binnen een internationaal concern als een rechter vaststelt dat dit de enige redelijke manier is, bijvoorbeeld vanwege vermogensvermenging, om de failliete vermogens te kunnen afwickelen.

14.4.3.3 Herstructurering

In de EU zijn in een nieuwe Richtlijn herstructurering ((EU) 2019/1023) regels uitgewerkt met als doel om herstructurering van ondernemingen te stimuleren. Deze richtlijn is geïnspireerd door de procedure uit *Chapter 11* van de Amerikaanse Bankruptcy Code. Uit de richtlijn volgt dat de moeder als bestuurder van de concernonderdelen zeggenschap blijft houden bij herstructurering. Net als in de VS zijn er in de EU geen transactiekosten vanwege de verschillende keuzes die de lidstaten maken als het gaat om de centrale rol van de moeder als ‘*schuldenaar-in-bezit*’ bij herstructurering.

Door de implementatie van de richtlijn gelden er in de EU de minimale normen zoals die in de richtlijn zijn uitgewerkt. Voor deze minimumnormen zijn er geen transactiekosten vanwege een verschil in recht. Die kunnen alleen bestaan als lidstaten in hun recht een ruimere regeling voor herstructurering hebben uitgewerkt of als de lidstaten de mogelijkheid hebben voor een eigen invulling. De lidstaten kunnen herstructureringsprocedure onder het toepassingsbereik van de

EIV brengen. Dit betekent dat de herstructureringsprocedure van die lidstaat als toepasselijk recht gaat gelden als de hoofdprocedure in die lidstaat is geopend. Dit geldt alleen voor de concernonderdelen die hun CVVB in die lidstaat hebben. Voor de concernonderdelen met hun CVVB in een andere lidstaat gelden de herstructureringsprocedures van die andere lidstaat. Dat betekent dat het niet mogelijk is herstructurering van een concern onder één toepasselijk recht te herstructureren. Dit kan wel als in de EIV een coördinerend CVVB wordt geïntroduceerd waarbij de plaats van vestiging van dat CVVB het toepasselijke recht voor het gehele concern bepaalt. Daarbij kan de Europese Commissie ervoor kiezen dat de lidstaten voor sommige onderwerpen de mogelijkheid behouden om concurrente schuldeisers in hoge mate te blijven beschermen als blijkt dat deze maatregelen geschikt en proportioneel zijn. Een voorbeeld is een strikt toepassing van de *'Absolute Priority Rule'* dat als doel heeft concurrente schuldeisers te beschermen.

In de Richtlijn herstructurering staat een regeling van schorsing van vorderingsmaatregelen van bijvoorbeeld de rechten van de zekerheidsnemers. Deze Europese regeling gaat minder ver dan de *'automatic stay'* zoals die in de VS geldt. De schorsing gaat in de VS meteen in als de rechter de procedure voor herstructurering opent. Op deze manier heeft de moeder als bestuurder van een concernonderdeel de ruimte onderhandelingen met de verschillende partijen aan te gaan zonder dat deze onder druk kan worden gezet door bijvoorbeeld een zekerheidsnemer. In de EU mag elke lidstaat de keuze maken in hoeverre de schorsing van bijvoorbeeld zekerheidsrechten automatisch ingaat. Hierdoor ontstaat een onnodig verschil in recht tussen de lidstaten. Bij faillissement binnen een concern kan de schorsing voor het ene concernonderdeel in een lidstaat automatisch ingaan. Voor een concernonderdeel in een andere lidstaat kan gelden dat het concernonderdeel een schorsing bij de rechter moet aanvragen en moet aantonen dat de schorsing nodig is voor de onderhandelingen voor herstructurering. Juist het automatische karakter van de schorsing geeft de moeder ruimte bij herstructurering het hernieuwde belangenconflict tussen partijen

optimaal te organiseren. De rechten van de zekerheidsnemers zijn met een ‘*automatic stay*’ voldoende beschermd. De zekerheidsrechten vervallen niet, maar kunnen tijdelijk niet worden ingeroepen. Vanwege het ontbrekende karakter van de algemene schorsing zijn de transactiekosten op dit onderdeel in de EU in mijn ogen per saldo hoger dan in de VS. Mijn voorstel is om bij aanpassing van de Richtlijn herstructurering alsnog te kiezen voor een uniforme regeling voor een ‘*automatic stay*’ in de EU.

14.4.4 Controlerechten

14.4.4.1 Positie van de moeder en de zekerheidsnemer

Met het vestigen van een zekerheidsrecht kan een financier indirect controle krijgen over het handelen van een concernonderdeel. Voor het concernonderdeel betekent het inroepen of executeren van een zekerheidsrecht dat het concernonderdeel de activa waar de zekerheid aan is gekoppeld niet meer kan gebruiken en dus geen kasstromen meer kan realiseren. De moeder, in haar hoedanigheid als bestuur van het concernonderdeel, heeft belang te voorkomen dat de zekerheidsnemer de zekerheidsrechten gaat uitoefenen. Een zekerheidsrecht heeft verder als effect te voorkomen dat de moeder onnodige risico's aangaat. Als zekerheden zijn gevestigd dan is het voor de moeder lastiger nieuwe risicovolle projecten aan te gaan. De nieuwe financiers moeten immers een relatief achtergestelde positie accepteren. Op deze manier kan een zekerheidsrecht mogelijk opportunistisch handelen van de moeder voorkomen. Het is uiteindelijk aan de moeder een afweging te maken in de voor- en nadelen bij het vestigen van zekerheden op de activa van een concernonderdeel.

14.4.4.2 Belangen van andere schuldeisers

Een zekerheidsrecht brengt mee dat een zekerheidsnemer haar relatieve positie ten opzichte van andere schuldeisers verbetert. In het zekerheidsrecht van

een land kunnen daarom voorwaarden staan die nodig zijn de belangen van derde schuldeisers te beschermen. Ik heb in mijn onderzoek aangegeven dat een noodzakelijke voorwaarde voor het vestigen van een zekerheid is of zou moeten zijn dat derden in voldoende mate op de hoogte zijn van een zekerheidsrecht. Als zekerheidsrechten onvoldoende transparant zijn dan dit een vorm van ‘*false wealth*’ met zich meebrengen, omdat schuldeisers dan ten onrechte een te lage risicopremie in rekening brengen. Dat betekent dus dat controlerechten, zoals zekerheidsrechten, zo transparant mogelijk moeten zijn. In mijn onderzoek heb ik ook gewezen op het belang van transparantie voor andere controlerechten, zoals een eigendomsvoorbehoud, persoonlijke zekerheden (hoofdelijke aansprakelijkheid of concerngaranties) of zekerheden op aandelen.

14.4.4.3 Verschillen in het zekerhedenrecht tussen de landen

In de juridische ordening van de landen zijn voor financiers voldoende mogelijkheden controlerechten, zoals zekerheidsrechten, te vestigen. In de VS is geen verschil in het zekerhedenrecht tussen de staten, omdat de meeste staten het zekerhedenrecht van Chapter 9 UCC in hun juridische ordening hebben opgenomen. In Europa kan een financier te maken krijgen met transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving. Het is echter aan elk land een afweging te maken tussen de belangen van de verschillende partijen die bij een zekerheidsrecht betrokken zijn (zekerheidsnemer, -gever en derde). Het ene land kan bijvoorbeeld het belang van een zekerheidsnemer zwaarder wegen en minder strenge eisen stellen aan de transparantie van zekerheidsrechten. In de volgende paragraaf ga ik in op de wenselijkheid van een uniform Europees zekerhedenrecht, de mogelijkheden van vrije rechtskeuze in het zekerhedenrecht en het afwegingskader van de vrije verkeer bepalingen in het zekerhedenrecht.

14.4.4.4 Mate van uniformering van het zekerhedenrecht

Europese vrije verkeer

Voor zover een lidstaat in het zekerhedenrecht een belemmering opwerpt van het vrije verkeer van bijvoorbeeld het kapitaal is de vraag of die lidstaat hiervoor een dwingende reden van algemeen belang heeft (bijvoorbeeld bescherming concurrente schuldeisers) en of de maatregel geschikt en proportioneel is. Een lidstaat moet een bepaling in het zekerhedenrecht wegnemen als dit in strijd is met de regels over het Europese vrije verkeer. Dit leidt tot minder grote verschillen in het recht. Als een lidstaat in haar zekerhedenrecht geen belemmering van het vrij verkeer opwerpt kan elke lidstaat vasthouden aan de keuzes die zij in haar zekerhedenrecht heeft gemaakt. Dat betekent dat transactiekosten ontstaan vanwege een verschil in wetgeving. Een manier om een verschil in wetgeving weg te nemen is het uniformeren van het zekerhedenrecht in de EU. Dit kan met een uniform zekerhedenrecht, harmonisatie van onderdelen van het zekerhedenrecht of een Europese modelwetgeving.

Uniform zekerheidsrecht

Om tot een uniform zekerhedenrecht te komen is een eenmalige investering nodig waarbij de voorwaarden uiteindelijk een uitkomst zijn van een compromis tussen de lidstaten. Artikel 345 VWEU belet de Europese wetgever een uniform zekerhedenrecht op te leggen aan de lidstaten dat het zekerhedenrecht van de lidstaten vervangt. De Europese wetgever kan alleen een Europees uniform zekerheidsrecht vaststellen als alle lidstaten bereid zijn hun eigen bevoegdheid op te geven om zelf keuzes in het zekerhedenrecht te maken. Als lidstaten daar niet toe bereid zijn dan kan dit betekenen dat de lidstaten transactiekosten in de EU moeten accepteren die ontstaan vanwege een verschil in wetgeving. Dit doet zich bijvoorbeeld voor bij de verschillen in recht bij het eigendomsvoorbehoud.

Harmonisatie

Een alternatief is om onderdelen van het zekerhedenrecht te harmoniseren. Met bijvoorbeeld Europese regels over transparantie voor zekerheden kunnen de transactiekosten per saldo worden verlaagd. De transparantie van zekerheden heb ik beschreven als een noodzakelijke voorwaarde voor een te vestigen zekerheid. Als zekerheden niet transparant zijn dan kunnen derden hier onvoldoende rekening mee houden. Op deze manier ontstaat een vorm van een *'false wealth'*. Verder heb ik gewezen op Europese regels die nodig kunnen zijn om het stellen van zekerheden door de moeder te beperken. Het gaat om zekerheden voor nakoming van een lening van een moeder aan een concernonderdeel. Met een dergelijke zekerheidsrecht kan de moeder een betere positie innemen ten opzichte van de bestaande schuldeisers van de concernonderdelen. In mijn onderzoek heb ik argumenten aangedragen dat de moeder geen rechtseconomische redenen heeft voor zekerheden voor dergelijke leningen. Het risico is dat de moeder met het zekerheidsrecht ten onrechte een betere verhaalspositie krijgt in vergelijking met andere financiers.

Modelwetgeving

Een andere mogelijkheid om met een verschil in wetgeving om te gaan is het opstellen van Europese modelwetgeving die de lidstaten dan als inspiratiebron kunnen gebruiken voor het opstellen van het zekerhedenrecht in de eigen lidstaat. Dit is vergelijkbaar met de VS waar modelwetgeving is vastgesteld die uiteindelijk door de meeste staten is overgenomen. Een voorbeeld is de Draft Common Frame of Reference (DCFR) waarin een Europese zekerheid is uitgewerkt met de Amerikaanse zekerheid uit Chapter 9 UCC als inspiratiebron. Ook zonder de DCFR kunnen de lidstaten in hun eigen wetgeving echter al een zekerheidsrecht creëren dat vergelijkbaar is met een generieke zekerheid uit Chapter 9 UCC. De UCC is daarmee al een vorm van modelwetgeving.

Vrije rechtskeuze

Bij een vrije rechtskeuze kunnen de zekerheidsnemer en de moeder zelf het toepasselijke recht kiezen dat voor deze partijen tot de laagste transactiekosten leidt. In mijn onderzoek heb ik aangegeven dat ik ervan uitga dat ook bij een vrije rechtskeuze de lidstaten nog steeds de mogelijkheid moeten hebben om, ongeacht de keuze voor het toepasselijke recht, bepalingen van dwingend recht op te leggen. Hier heb ik gewezen op de analogie met het internationale contractenrecht. Dat kan ertoe leiden dat elke lidstaat haar (volledige) zekerhedenrecht als dwingend recht aanwijst. In Nederland kan de wetgever het gesloten Nederlandse goederenrecht als dwingend recht aanmerken. Dit dwingende recht kan getoetst worden aan het afwegingskader dat vanuit de bepalingen van het vrije verkeer geldt.

Een ander punt bij een stelsel van vrije rechtskeuze is dat de juiste keuzes nodig zijn om het toepasselijke recht te bepalen bij gebrek aan rechtskeuze. Die keuze is in de EU bij verklaringen van hoofdelijke aansprakelijkheid in mijn ogen niet op een goede wijze gemaakt en verschilt van de wijze waarop het toepasselijke recht in de VS wordt bepaald. In de VS hangt het toepasselijke recht af van de meest kenmerkende prestatie die de bank verricht, te weten het beschikbaar stellen van financiering. In de EU wordt bij het stellen van persoonlijke zekerheden van dit principe afgeweken en is de vestigingsplaats van een concernonderdeel als garantiegever leidend voor het bepalen van het toepasselijke recht. In de EU zou ook het toepasselijke recht voor persoonlijke zekerheden, zoals een hoofdelijke aansprakelijkheid, bij een gebrek aan rechtskeuze afhankelijk moeten zijn van de plaats van vestiging van de bank, omdat die de meest kenmerkende prestatie levert. De Europese Commissie moet een aanpassing van de Rome – I verordening voorstellen om dit mogelijk te maken.

14.4.4.5 Zekerheden in internationaal verband

Omzetten van buitenlandse zekerheden

Als een financier een zekerheid vestigt op een bepaalde activa dan is niet uitgesloten dat de zekerheidsgever de activa in een andere lidstaat moet executeren. De rechter in het land van bestemming moet oordelen in hoeverre het zekerheidsrecht moet worden omgezet in een vergelijkbaar zekerheidsrecht van het land van bestemming (zoals in Duitsland) of dat een zekerheidsrecht zondermeer kan worden geëxecuteerd, omdat het zekerheidsrecht niet in strijd is met fundamentele bepalingen van het zekerheidsrecht van het land van bestemming (zoals in Nederland). In het internationale privaatrecht voor zekerheden geldt daarmee al een bepaalde waarborg dat een zekerheidsnemer haar zekerheidsrecht ook bij verplaatsing van activa kan uitoefenen.

Casus: vestigen van een ‘floating charge’ in Nederland en het vrije verkeer

Een vraagstuk dat ik in mijn onderzoek heb uitgewerkt is in hoeverre een zekerheidsnemer een zekerheidsrecht kan vestigen conform het recht van vestiging van de zekerheidsnemer op activa die in een ander land zijn gelegen. Stel dat een bank uit het VK een Engels zekerheidsrecht (bijvoorbeeld een ‘floating charge’) wil vestigen op zaken of vorderingen die in Nederland zijn gelegen. Ondanks de Brexit kies ik toch voor deze Engelse zekerheid, omdat dit een zeer uitgebreide zekerheid is waar veel literatuur over is. In mijn onderzoek heb ik als casus uitgewerkt in hoeverre dit een belemmering van het vrije verkeer van kapitaal vormt. Voor roerende zaken geldt dat uit de zogenoemde situs-regel voortvloeit dat het Nederlandse recht dwingend geldt voor alle zaken die in Nederland zijn gelegen. In het Nederlandse zekerhedenrecht kunnen bepaling staan die het vestigen van een ‘floating charge’ beperken. In Nederland moeten zekergestelde activa bijvoorbeeld in voldoende mate worden gespecificeerd. Uit artikel 345 VWEU volgt weliswaar dat het Europese recht de regeling van het zekerheidsrecht van een lidstaat onverlet laat. Dit betekent echter niet dat een land in het zekerhedenrecht een belemmering mag opwerpen die in strijd zijn met de

bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal. Met het Nederlandse stille pandrecht op (toekomstige) zaken kan een Engelse bank een vergelijkbare zekerheid vestigen als een *'floating charge'*. Het Nederlandse zekerheidsrecht voor roerende zaken belemmert een bank niet een concernonderdeel in Nederland te financieren. Voor zover het Nederlandse recht wel belemmeringen van het vrije verkeer opwerpt zijn deze ingegeven door een dwingende reden van algemeen belang, te weten het beschermen van de belangen van de concurrente schuldeisers. Zo kan Nederland bij zekerheden op vorderingen een bank belemmeren een zekerheid te vestigen op absolute toekomstige vorderingen. Bij een Engelse *'floating charge'* is dit wel mogelijk. Het gaat hier om een zekerheid op alle vorderingen die nu en in de toekomst bestaan. Binnen de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal is het de lidstaat Nederland echter toegestaan ervoor te kiezen zekerheidsrechten op absoluut toekomstige vorderingen niet toe te staan. Ik heb beredeneerd dat een dergelijke belemmering geschikt en proportioneel is. Verder is het aan Nederland te bepalen dat een curator een faillissement afhandelt en niet een *'administrator'* die de houder van een *'floating charge'* aan kan stellen. Hiermee heb ik argumenten aangedragen voor de stelling dat het niet in strijd is met de bepalingen van het vrije verkeer van kapitaal dat Nederland een bank belemmert een *'floating charge'* te vestigen op activa die zich ten tijde van de vestiging van de zekerheid in Nederland bevinden.

Eigendomsvoorbehoud en het vrije verkeer

Hetzelfde geldt voor beperkingen die gelden in het Nederlandse eigendomsvoorbehoud. Nederland kan belemmeringen opleggen aan bijvoorbeeld een Duitse leverancier die een eigendomsvoorbehoud op grond van het Duitse recht wil vestigen op activa in Nederland. In het Duitse recht kan een leverancier bij wanprestatie mede-eigenaar worden van een zaak waar de leverancier een onderdeel voor heeft geleverd. Ter bescherming van de concurrente schuldeisers kan Nederland kiezen voor eenheid van het eigendomsrecht. Dit brengt mee dat mede-eigendom van bestanddelen in Nederland niet is toegestaan. In de EU

hebben de lidstaten daarmee voldoende mogelijkheden in het eigen zekerhedenrecht de belangen van bijvoorbeeld concurrente schuldeisers te beschermen. Dit kan leiden tot een verschil in wetgeving in het zekerhedenrecht tussen de landen en daarmee transactiekosten. In mijn onderzoek heb ik onderbouwd dat de regeling van het ene land niet per se leidt tot lagere transactiekosten dan de regeling van een andere lidstaat. Om de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving te voorkomen kan de Europese Commissie een uniforme regeling voor het eigendomsvoorbehoud. Als de lidstaten dit niet willen accepteren dan moeten zij de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving accepteren.

Belang van transparantie bij stille zekerheden

Een uniforme regeling in het zekerhedenrecht kan de transactiekosten vanwege een verschil in recht wegnemen, maar dan moeten de lidstaten bereid zijn een uniform recht te accepteren. In mijn onderzoek ben ik ingegaan op artikel 345 VWEU waaruit volgt dat het Europese recht het eigendomsrecht van een lidstaat onverlet laat. Ik heb betoogd dat artikel 345 VWEU de Europese wetgever belemmert via bijvoorbeeld harmonisatie mogelijk inefficiënties in het zekerhedenrecht van een lidstaat weg te nemen. Daarbij heb ik de stille zekerheden zoals die in Nederlandse recht gelden als voorbeeld genomen. Een kenmerk van dergelijke zekerheden is dat concurrente schuldeisers niet op de hoogte zijn van het vestigen van de zekerheid. De rechtvaardiging hiervoor is het beschermen van het belang van de zekerheidsgever (bescherming imago). Ik heb in mijn onderzoek aangegeven dat transparantie van zekerheden een noodzakelijk vereiste is om een vorm van *'false wealth'* te voorkomen. Stille zekerheden zijn niet transparant. Dit leidt tot inefficiëntie (te lage risicopremie door de andere schuldeisers). De stille zekerheid is echter niet in strijd met de bepalingen van het Europese vrije verkeer. Een derde die geen partij is bij een stille zekerheid, zoals een leverancier, kan zijn goederen ook bij het vestigen van een stille zekerheid zonder enige belemmering leveren in een andere lidstaat en komt er alleen bij een faillissement achter dat zijn

positie is achtergesteld. Nederland hoeft haar regeling over stille zekerheden op grond van het Europese recht niet aan te passen. Desalniettemin heb ik aangegeven dat de Europese wetgever verplichte transparantiebepalingen aan alle lidstaten op zou moeten stellen als voorwaarde voor het vestigen of executeren van een zekerheid. Een stille zekerheid is dan niet mogelijk. Ik heb in mijn onderzoek aangegeven dat een dergelijke Europeesrechtelijke bepaling over verplichte registratie-eisen voor zekerheden in strijd is met artikel 345 VWEU is. Het Europese recht laat het eigendomsrecht van een lidstaat dan namelijk niet onverlet. Voor Nederland zou een dergelijke Europees rechtelijke bepaling betekenen dat het stille pandrecht niet meer mogelijk is. Nederland kan het HvJ vragen een dergelijke bepaling te vernietigen vanwege een strijd met artikel 345 VWEU. In de EU kunnen alleen Europese regels over registratie van zekerheden tot stand komen door middel van een verdrag waarmee alle lidstaten instemmen, in plaats van door besluitvorming binnen de EU bij (gekwalificeerde) meerderheid van stemmen van de lidstaten in de Europese Raad en instemming van het Europees Parlement. In de VS gelden uniforme regels voor registratie van zekerheden gelden. De informatie in het Amerikaanse registratiesysteem gaat niet verder dan strikt nodig en stelt derden in staat in ieder geval op de hoogte te zijn van een zekerheid. Op dit onderdeel is de juridische ordening in de EU minder efficiënt dan in de VS. Ik pleit daarom voor een verdrag tussen lidstaten dat de registratie van zekerheidsrechten waarborgt.

14.4.4.6 Actio pauliana en faillissementspauliana

Naast zekerheden kunnen schuldeisers andere controlerechten inzetten, zoals de actio pauliana of de faillissementspauliana. Dit biedt schuldeisers of de curator de mogelijkheid een rechtshandeling van een concernonderdeel te vernietiging als blijkt dat het concernonderdeel bewust met deze rechtshandeling de positie van een schuldeiser schaadt. Binnen een concern kunnen schuldeisers op verschillende manieren worden benadeeld. Dit kan doordat de concernonderdelen onderling

contracten aangaan (intragroeptransacties) die niet voldoen aan het zakelijkheidsbeginsel of bij financiering door de moeder.

Bij de actio pauliana zijn verschillen in recht tussen de landen. Het verschil ontstaat mede doordat het ene land het belang van bijvoorbeeld een benadeelde schuldeiser zwaarder weegt dan het concernonderdeel dat een benadelende rechtshandeling verricht. Een land kan kiezen voor een minder zware bewijslast voor een benadeelde schuldeiser. Als elk land een andere afweging bij de actio pauliana maakt dan ontstaan er transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving. Daarbij heb ik aangegeven dat toepasselijke recht zou moeten worden bepaald door het recht dat op de benadelende rechtshandeling van toepassing is. De Europese wetgever kan de transactiekosten verder wegnemen met een uniforme regeling. Dit betekent dat de Europese Commissie bij het uitwerken van een voorstel voor een uniforme regeling een keuze moet maken tussen een regeling die meer nadruk legt op de objectieve criteria of een regeling die uitgaat van subjectieve criteria. De keuze voor het ene model leidt niet per saldo tot lagere transactiekosten dan het andere model. Als blijkt dat een meerderheid van de lidstaten een bepaald model heeft gekozen dan kan de Europese Commissie betogen dat dit model per saldo tot lagere transactiekosten leidt. De minderheid van de lidstaten moet haar regeling aanpassen. Zolang de Europese wetgever niet voor een uniforme regeling kiest zal de EU de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving moeten accepteren.

Ik ben in mijn onderzoek ingegaan op verschillen in recht bij de faillissementspauliana, zoals bij herstructurering. In de Richtlijn herstructurering ((EU) 2019/1023) staat dat de lidstaten nieuwe financiering voldoende moeten beschermen en dat zekerheden voor nieuwe financiering niet onder de faillissementspauliana mag vallen. Op dit onderdeel vervallen verschillen in recht.

14.4.4.7 Stelsel van verrekening

In mijn onderzoek ik de wettelijke bepaling voor verrekening van de landen beschreven. De verschillen tussen de landen komen materieel vooral tot uiting in i) de mate waarin verrekening van rechtswege plaatsvindt (bijvoorbeeld in Frankrijk) of een stelsel waarbij voor verrekening een verklaring nodig is van degene die tot verrekening over wil gaan (zoals in Nederland en Duitsland) en ii) de terugwerkende kracht van verrekening. De verschillende stelsels van verrekening lijken materieel hetzelfde effect te hebben. Toch lopen partijen die in verschillende landen zijn gevestigd aan tegen transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving. De regelingen van verrekening zijn veelal van regeland recht waarbij partijen zelf de mogelijkheid hebben aanvullende of beperkende afspraken over verrekening te maken. De partijen kunnen met een vrije rechtskeuze bij verrekening kiezen voor het toepasselijke recht dat voor de betrokken partijen leidt tot de laagste transactiekosten. Een uniforme Europese regeling voor verrekening kan de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving wegnemen. Dit kan alleen als de Europese wetgever kiest voor een regeling voor verrekening die in de plaats treedt van de nationale wettelijke regelingen van verrekening. Als de Europese wetgever kiest voor een facultatieve Europese regeling van verrekening dan is dit slechts een additionele regeling naast de regelingen van de lidstaten.

14.4.4.8 Financiering binnen het concern

De moeder kan op verschillende manieren de financiering van en binnen het concern organiseren. De moeder kan ervoor zorgen dat de bank een concernonderdeel financiert waarbij de moeder garant kan staan voor terugbetaling van de financiering. De moeder kan de bank tevens vragen geconsolideerde concernfinanciering aan de moeder te verstrekken. De concernonderdelen kunnen dan garant staan voor terugbetaling. De moeder kan vervolgens de

concernonderdelen zelf financieren. De moeder kan zelf de financieringsvorm kiezen en kan een concernonderdeel financieren met risicokapitaal of een lening.

De wijze van financieren kan nadelige gevolgen hebben voor de concurrente schuldeisers van een concernonderdeel. Concerngaranties betekenen, vooral als de concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn, dat de concurrente schuldeisers alsnog het hele concern moeten monitoren. Voorwaarde is dan wel dat de concerngaranties voldoende transparant zijn. Daarnaast ontstaat een verhoogt risico op opportunistisch handelen van de moeder die haar eigen positie kan verbeteren door met een lening een concurrente positie te verkrijgen die zij niet zou hebben als de moeder het concernonderdeel zou financieren met aandelenkapitaal. Ook is er een risico dat de moeder of het concernonderdeel de bank bevoordeelt door deze eerder te betalen dan andere schuldeisers.

Sommige landen (zoals Duitsland) kiezen voor een categorische achterstelling van de vorderingen van de moeder bij financiering binnen het concern. Een reden hiervoor kan zijn om concurrente schuldeisers van een concernonderdeel te beschermen. Deze bescherming kan vooral nodig zijn voor de bescherming van de schuldeisers die zelf geen maatregelen kunnen nemen om hun positie te verbeteren. Andere landen (zoals Nederland) kiezen niet voor een categorische achterstelling van de vorderingen van de moeder. In deze landen heeft de moeder meer mogelijkheden om het concern te financieren. Dit betekent dat er transactiekosten zijn vanwege een verschil in recht. In mijn onderzoek ben ik ingegaan op de vraag of een uniforme regeling voor een categorische achterstelling in de EU nodig is om deze transactiekosten weg te nemen. Als ik uitga van het afwegingskader van efficiëntie zoals ik dat hanteer dan zie ik niet in op welke rechtseconomische gronden de Europese Commissie tot een dergelijke keuze kan komen.

14.5 *Wat brengt dat de EU?*

Afweging van lidstaten versus uniformering

De vraag die ik in mijn onderzoek heb gesteld is in hoeverre de financiering van een concern in de VS efficiënter is dan in de EU. Ik wilde weten of grenzeloos financieren in de EU nodig is. Voor het antwoord op deze vragen heb ik geleund op het begrip efficiëntie dat in de kern neerkomt op een afweging van de belangen van de concernonderdelen, de bank respectievelijk de leveranciers. Deze belangenafweging ligt primair bij de landen in Europa en de staten in de VS. In de VS hebben de staten over het algemeen voor een meer uniform recht gekozen. In de EU maken de lidstaten hun eigen keuzes in verschillende rechtsgebieden. Voor zover een lidstaat in hun recht geen belemmering opwerpt van het vrije verkeer kan die lidstaat vasthouden aan zijn eigen afwegingen in het recht. Dat betekent wel dat er transactiekosten ontstaan vanwege een verschil in wetgeving. Deze kosten komen ten laste van partijen die in het internationale domein opereren. Deze transactiekosten zijn deels te ondervangen met een systeem van vrije rechtskeuze waarbij de partijen zelf het recht kunnen kiezen met de laagste transactiekosten voor de betrokken partijen, zoals in het rechtspersonenrecht. In het zekerhedenrecht is geen mogelijkheid van vrije rechtskeuze. Een manier om de transactiekosten weg te nemen is met uniforme regelgeving. Dit betekent dat de Europese Commissie bij het uitwerken van een voorstel voor een uniforme regeling een keuze moet maken voor een bepaald model. De Europese Commissie kan bijvoorbeeld een regeling van een bepaalde lidstaat als maatstaf nemen. De keuze voor het model van de ene lidstaat kan in sommige rechtsgebieden (zoals de verrekening of de actio pauliana) niet per saldo tot lagere transactiekosten dan het andere model. Als echter blijkt dat een meerderheid van de lidstaten een bepaald model heeft gekozen dan kan de Europese Commissie betogen dat dit model per saldo tot lagere transactiekosten leidt. De minderheid van de lidstaten moet dan haar regeling aanpassen. Voor een uniforme regeling voor het afschaffen van de beperkte aansprakelijkheid in concernverband zie ik in het afwegingskader van

efficiëntie geen grondslag. In andere rechtsgebieden zoals het eigendomsvoorbehoud of de transparantie-eisen (zoals een registratieplicht) voor zekerheidsrechten belet artikel 345 VWEU de Europese Commissie om met een voorstel voor een uniforme regeling te komen. Zolang de Europese wetgever niet voor een uniforme regeling kiest moeten de lidstaten de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving accepteren.

Vergelijking met de VS

In mijn onderzoek ben ik ingegaan op de keuzes die in de EU en de VS zijn gemaakt, zoals bij herstructurering. De moeder krijgt hier, net als in de VS, een sturende rol. Uiteraard kan de EU inspiratie ontleen aan de keuzes die in het Amerikaanse recht zijn gemaakt. Daarbij lijkt mij niet nodig de Amerikaanse wetgeving over te nemen in modelwetgeving. Op onderdelen binnen bijvoorbeeld het zekerhedenrecht kan de EU leren van de VS. Een voorbeeld is de ‘*automatic stay*’ bij herstructurering waarbij de rechten van zekerheidsnemers bij faillissement automatisch worden geschorst. In de EU blijft het aan de lidstaten te kiezen voor een automatische schorsing of niet. Dit leidt tot onnodige verschillen in het recht van de lidstaten.

De EU kan stappen zetten de financiering van een concern te verbeteren en kan daarmee verder gaan dan in de VS. In mijn onderzoek heb ik het een paar keer gehad over de gevolgen van economische afhankelijkheid tussen groepsonderdelen voor onder andere de leveranciers. De Europese Commissie kan indicatoren uitwerken om te bepalen in hoeverre concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. Als dan vaststaat dat een concern economisch geïntegreerd is dan moet in de EU geregeld worden dat een herstructurering (verplicht) gecoördineerd wordt vanuit bijvoorbeeld de lidstaat van vestiging van de moeder. Het recht van deze lidstaat kan dan van toepassing worden verklaard. In de VS zijn dergelijke indicatoren niet uitgewerkt. De noodzaak om in de EU wel de economische afhankelijkheid tussen concernonderdelen is dat het risico in

de EU op ondoorzichtige concernvorming in de EU groter is dan in vergelijking met de VS.

Belang van transparantie bij (stille) zekerheden

Een mogelijke inefficiëntie bij de financiering van een concern in de EU lijkt te volgen uit toepassing van artikel 345 VWEU. In dit artikel staat dat de Verdragen de regelingen van het eigendomsrecht onverlet laat. Ik heb aangegeven dat sommige lidstaten ervoor kiezen zekerheden voor derden niet transparant te maken (stille zekerheden). Dat is in mijn ogen een voorbeeld van een inefficiënte keuze, omdat dit leidt tot een onjuiste risico-inschatting door derden (*'false wealth'*). Bij mijn bespreking over de reikwijdte van artikel 345 VWEU heb ik steeds de nadruk gelegd op het belang van transparantie. Mijn betoog is dat de Europese wetgever zo veel mogelijk transparantie van zekerheden bij de lidstaten zou moeten afdwingen. Als de Europese Raad bij (een gekwalificeerde) meerderheid van stemmen bijvoorbeeld transparantie van zekerheden als Europese norm wil vaststellen dan is een dergelijk besluit in strijd met artikel 345 VWEU. De Europese Raad stelt een Europese regeling vast waarmee zij de regelingen van het zekerhedenrecht van een lidstaat niet onverlet laat. Een lidstaat zoals Nederland kan dan immers geen stille pandrechten meer erkennen. Dit betekent dat inefficiënties vanwege een gebrek aan transparantie in de EU kunnen blijven bestaan, tenzij de betreffende lidstaat (bijvoorbeeld Nederland) ermee instemt de inefficiëntie weg te nemen. In de VS doet zich dit niet voor. Daar geldt een uniform stelsel van zekerheden waarin eisen van transparantie staan. Uit artikel 345 VWEU volgt dus in mijn ogen dat de Europese wetgever niet zondermeer in staat is mogelijke inefficiënties, bijvoorbeeld vanwege een gebrek aan transparantie van zekerheden, weg te nemen. Dit is een verschil in vergelijking met de VS. Mijn aanbeveling is om in een Verdrag tussen de lidstaten alsnog een registratieplicht voor zekerheidsrechtrechten op te nemen.

14.6 Overzicht van vervolgstappen voor de Europese Commissie

In mijn onderzoek heb ik een aantal maatregelen voorgesteld die de Europese Commissie kan nemen om de financiering van een internationaal concern efficiënter te maken. Voor de overzichtelijkheid som ik de belangrijkste aanbevelingen in de onderstaande tabel op.

1) <i>Concern als organisatievorm</i>			
Onderwerp	Afweging transactiekosten	Vergelijking met VS	Maatregel EC
Economische afhankelijkheid van concernonderdelen.	Mate van economische afhankelijk is een belangrijke indicator bij efficiënte van financiering concern. Er is geen uitgewerkte indicator voor economische afhankelijkheid.	Geen uitgewerkte indicator voor economische afhankelijkheid.	<ul style="list-style-type: none"> • Werk een indicator uit via aanscherping van het groepsbegrip. • Maak een voorstel voor toepassing van de indicator, bijvoorbeeld bij de groeps-coördinatie-procedure uit de EIV.
Gecoördineerde afwikkeling van faillissementen binnen een concern.	Groepscoördinatie-regeling uit de EIV is vrijwillig.	Gecoördineerde afwikkeling faillissement binnen concern mogelijk op grond van de federale <i>Bankruptcy Code</i> .	Stel voor om in de EIV op te nemen dat: <ul style="list-style-type: none"> • De gecoördineerde groepsprocedure verplicht is als de concern-onderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn.

			<ul style="list-style-type: none"> • De vestigingsplaats van de moeder het coördinerend centrum van voornaamste belangen vormt (als rechtsvermoeden). • Dit centrum bepalend is voor het toepasselijke recht. • Materiële geconsolideerde afwikkeling binnen een concern zeer beperkt mogelijk is.
Herstructurering.	In de Richtlijn herstructurering staat een regeling voor een ‘stay’. De regeling gaat in de EU niet automatisch in.	De ‘ <i>automatic stay</i> ’ geldt voor alle staten en gaat automatisch in na faillietverklaring.	Stel een aanpassing van de Richtlijn herstructurering voor met daarin een ‘ <i>automatic stay</i> ’ voor de hele EU.

II) Controlerechten			
Onderwerp	Afweging transactiekosten	Vergelijking met VS	Maatregel Europese Commissie
<p>Transparantie zekerheidsrechten (registratieplicht).</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Een noodzakelijke voorwaarde voor het vestigen van efficiënte zekerheidsrecht en is dat deze voor derden kenbaar zijn (voorkomen 'false wealth'). • Stille zekerheden zijn voor derden niet kenbaar en niet efficiënt. • In de EU is geen uniforme regeling voor transparantie en het is niet verplicht zekerheden te registreren. • Een aantal zekerheden is onvoldoende kenbaar, zoals persoonlijke zekerheden en nadere afspraken 	<p>Er geldt een uniforme regeling voor kenbaarheid van zekerheidsrechten, waaronder een registratieplicht.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Stel een verplichte registratie van zekerheidsrechten aan de lidstaten voor (eventueel via een Verdrag). • Leg vast dat persoonlijke zekerheden (en nadere afspraken zoals afzien regresrecht) en zekerheden op aandelen voor derden kenbaar moeten worden.

	(bijvoorbeeld afzien regresrecht) en zekerheidsrecht en op aandelen.		
Persoonlijke zekerheden (zoals hoofdelijke aansprakelijkheden of concerngaranties).	Het toepasselijke recht wordt bij een gebrek aan rechtskeuze bepaald door de lidstaat van vestiging van het concernonderdeel als zekerheidsgever.	De vestigingsplaats van de partij die de meest kenmerkende prestatie levert (i.e. de bank) is bepalend voor het toepasselijke recht bij een gebrek aan rechtskeuze.	Zorg voor aanpassing van de Rome – I verordening waarin geregeld wordt dat het toepasselijke recht voor persoonlijke zekerheden bij een gebrek aan rechtskeuze wordt bepaald door de plaats van vestiging van de partij die de meest kenmerkende prestatie levert (i.e. de bank).
Verrekening	De regelingen van de lidstaten verschillen van elkaar, maar lijken hetzelfde effect te hebben. De partijen kunnen met een rechtskeuze kiezen voor een eenduidig recht. Er zijn transactiekosten vanwege een verschil wetgeving.	Verschildt per staat.	Stel een uniforme regeling voor die in de plaats treedt van de regelingen van de lidstaten.

15 Conclusions and proposals for follow-up

15.1 Control over of borderless financing

15.1.1 Assumptions within the research

My research concerns an international business group in which every group entity participates as a legal entity in economic transactions. My assumption was that the parent company is director of the group entities and is also a shareholder. I looked at the position of two creditors who entered into a legal relationship with a group entity. These were the supplier who provides goods or services on credit to a group entity and a bank that provides corporate financing to the parent company. In the event of the bankruptcy of a group entity, the supplier can recover from the assets of which the group entity holds the property rights. However, a group entity can establish security rights for the benefit of, for example, the bank. In that case, the bank takes priority in the recovery of the secured assets of a group entity. In my research, I also assumed that a bank arranged that it could hold all group entities contractually liable for the entire debt of the business group. My assumption is that each group entity is jointly and severally liable. The bank can therefore recover its claim from the entire group. The supplier's options for redress are limited to a group entity.

The starting point in my research was a business group with group entities in the Netherlands, Germany and the United Kingdom. Each country establishes its own legal system in which different areas of law can be distinguished, such as the law of contracts, the law of legal entities, collateral law and bankruptcy law. For each area of law, the business group, the bank and a supplier may have to deal with a difference in legislation between the countries. This means that parties that carry out economic activities in different countries have to check for each country what their rights are. This leads to higher transaction costs for these parties due to a difference in legislation between the countries. However, the Member States in

Europe have organised themselves into a larger economic entity, i.e. the EU. The European legislator (represented by the joint Member States) can establish standardised rules within these areas of law in order to improve the internal market and reduce net transaction costs. With standardised rules, internationally operating parties no longer have to deal with a difference in transaction costs due to a difference in legislation.

15.1.2 Why borders?

Within the above context my research boils down to answering the question: why do these borders exist? This concerns the borders in the demarcation of assets in legal entities (group entities) and security rights. Furthermore, I am talking about borders between the countries whereby each country can make its own choices in the legal system for each area of law or part thereof, as a result of which transaction costs arise due to a difference in law between the countries. This leads to the question of the extent to which borderless financing in the EU is currently efficient, particularly due to the lack of standardised law within some areas of law in the EU. On balance, does further standardisation of law in the EU lead to lower transaction costs?

In order to formulate an answer to the above questions, I compared the legal system in the EU with that of the US. Similarly in the US, federal and state legislators share the power to lay down rules. However, the legal system in the US seems to be more standardised than in the EU. Bankruptcy law, for example, is federally governed as set out in the Bankruptcy Code. Although the states in the US have established their own legal entity law and collateral law, they are mainly guided by standardised model legislation, such as the Model Business Association Act (MBCA) and collateral law in the Uniform Commercial Code (UCC). Would it be better to establish a more far-reaching standardised legal system in the EU as well? And what can the EU learn from the US?

15.2 *Research questions and methodology*

15.2.1 *Research questions*

My research is about what the EU, and more specifically the European Commission, can do to improve the financing (supplier credit and business group financing) of international business groups. This ultimately boils down to balancing the interests of the group entities, the bank that makes business group financing available and the supplier that provides credit. I have formulated my questions as follows:

- 1) *Can the financing by a bank of a business group that operates across borders in the EU be legally regulated more efficiently than is currently the case? How does this relate to the position of the supplier (supplier credit)?*
- 2) *What lessons can the European Commission learn from the regulating of bank financing of a cross-border business group in the US?*
- 3) *What specific measures should the European Commission propose to this end in order to more effectively regulate the bank financing of a business group operating across borders in the EU?*

15.2.2 *Research methodology: assumptions and standardised research questions*

As a fundament for my research I have formulated some assumptions that I apply for analyzing the several subtopics in law (law of legal entities, bankruptcy of collateral law). Furthermore, for each subtopic I use a standardised set of research questions. With this research methodology I am able to conduct my research in a structured manner. In this way I can formulate whether the European Commission could or should reduce transaction cost because of differences in law. I emphasize that my research is of a qualitative nature. I do not provide quantitative evidence.

Assumptions:

1. Demarcation of concerned parties:
 - a. In my research only the interests are being weighed of the i) international business group, ii) bank and iii) supplier.
 - b. The bank and the suppliers are being described as financiers that are legally bound to the business group or a group entity.
 - c. The interests of the bank and the supplier are being described in terms of user, income and controlling rights.
2. Framework for assessing the interests:
 - a. There is an efficient distribution of controlling rights if the benefits for one party involved outweighs the disadvantages of another party involved.
 - b. Bilateral negotiations between concerned parties can lead to an optimal distribution of:
 - i. controlling rights or
 - ii. transaction costs because of a difference in law (freedom of the choice of law).
 - c. The freedom to negotiate can be bounded because:
 - i. The effect on third parties.
 - ii. ‘*Non – adjusting*’ creditors.
 - iii. Imperative rules of law within a country.
3. Institutional framework
 - a. A country can choose within its legal system to establish a controlling right, because this country puts more weight on the interests of a certain party compared to the interest of another party. If countries make different choices this will lead to transaction costs because of a difference in law.
 - b. The countries operate in an institutional environment in which the authority to make choices within the legal system are shared between

countries and the federal government (US) and the European lawmaker respectively.

I have divided my research questions in several research blocks. For each block some questions are formulated. Every set of questions is used in each chapter on an area of law. The questions within the first block focus on the description of the controlling rights within an area of law. The questions within the second block are meant to describe in general the main characteristics of a certain area of law in the EU, the Netherlands, Germany, the UK or the US. The next step is to analyze in which way there are differences in law and whether these differences are foreseeable for the parties involved. The third block is meant to analyze ways to cope with differences in law. One question is about the extent to which the parties involved can optimally divide transaction costs because of differences in law with a free choice of applicable law. In this block I explore to what extent the differences in law are justified because of a necessary reason of general interest that a country wants to apply and whether the measure is effective and proportional. In this block the need for uniformity is also being described. If applicable recommendations to the European Commission are being summed up.

15.3 Analytical framework as foundation

15.3.1 Business group financing as a collection of rights in financing transactions

The rights-based approach as an analytical framework

In order to find out which improvements are possible, I have developed an analytical framework. I call this framework the rights-based approach. Below is an explanation. In this analytical framework, I set out the position of all parties involved in terms of individual rights. I put the parent company of the business group in the centre which, as director of the group entities, has to ensure that the

group entities are able to carry out economic activities. In order to carry out economic activities, the group entities must be able to use assets (buildings, machines, computers, transportation, etc), people (labour) and money. In other words, the group entities need user rights to assets, labour and money. The bank provides a user right to money and the supplier a user right to assets. The parent company may use (temporarily) the money borrowed from the bank or the goods and services provided by the supplier. In return for making the user rights available, these parties are entitled to payment. For the bank, this is the interest paid and, for a supplier, the agreed price. This amount to be paid shall be referred to as the income right of a bank or supplier. In order to deliver the user rights and pay the income right, the bank or supplier enters into a contractual relationship with a group entity or the parent company. I have described the relationship between a group entity and the bank or supplier as a legal relationship between a *'principal'* and an *'agent'*. In that case, the bank or the supplier is the *'principal'* and the group entity is the *'agent'*. A *'principal'* runs the risk that the parent company or a group entity will behave opportunistically as an *'agent'* and put its own interests first at the expense of the interests of the *'principal'*. In order to limit this risk, the bank and the supplier not only want an income right, but also a controlling right. This can take the form of security rights or a retention of title. In other words, the bank and the supplier want to ensure that they can retain control over the legal relationship with the business group in order to protect their own interests.

Financing (business group financing and supplier credit) of an international business group as an economic unit by the bank and the supplier can therefore be described as a collection of user, income and controlling rights. The parent company has to organise user rights and needs the bank and the supplier in order to do so. In return, these parties want an income right and as many controlling rights as possible. The rights of each party are my starting point, with the emphasis on the controlling rights of the bank and the supplier. The question I ask is how the controlling rights are distributed between the parties that have entered into

transactions with the group entities. The next question is how the controlling rights are legally incorporated (which area of law and under what conditions?) in the US states and the countries in Europe. My question therefore boils down to a comparison of the controlling rights in the legal systems of the US states and the Member States of the EU. How are the transaction costs shared between the parties? Do the choices made in establishing the controlling rights in the US lead to lower net transaction costs compared to the EU? Is the legal organisation of controlling rights more efficient in the US than in the EU?

Efficiency - criterion

A change in the controlling rights is efficient if the advantage to one party of a change in controlling rights outweighs a possible disadvantage to the other party. Controlling rights are efficiently allocated if such a change in controlling rights is no longer possible. This is the efficiency criterion of Kaldor - Hicks. The starting point in my research was an existing distribution of controlling rights as now laid down in the legal systems of the EU and the US. Under this efficiency criterion, I based my research primarily on a legal-economic perspective with the question of whether a redistribution of controlling rights in the EU in the financing (supplier credit and business group financing) of an international business group is necessary in order to achieve a more efficient distribution of transaction costs. This legal-economic assessment ultimately amounts to weighing up the advantages and disadvantages to the various parties involved, such as the business group, the supplier and the bank. A redistribution is efficient if the advantages for one party outweigh the disadvantages for another. I have not quantified the advantages and disadvantages. In my research, I have given qualitative arguments in which I have set out the interests of the parties involved. The next step in my analysis is to assess at what level a change in the legal system is needed. Does a Member State need to amend legislation or are standardised or harmonised regulations at European level necessary? This is an assessment from a legal perspective.

15.3.2 US legal system is more standardised than EU's, but cannot be copied

Standardisation of law

An easy answer to my research question is that the law in the EU must be standardised as far as possible. In this way, there will no longer be any unnecessary transaction costs in international trade due to a difference in law. In the US, the law is more standardised than in the EU. This is an indication that transaction costs are lower in the US than in the EU. However, the process of achieving standardisation has followed its own development path in the US, which cannot simply be copied in the EU. In the US, the MBCA and the UCC were set up through private initiatives. Organisations such as the American Law Institute (initiator of the UCC) or the American Bar Association (initiator of the MBCA) established model legislation which the states have adopted. In the EU there are no such private organisations and the initiative lies predominantly with the European Commission. I have substantiated in my research that the process of achieving standardised rules in the EU would be different from that in the US and cannot be copied.

In my research, I have described the different ways in which standardised rules can be achieved in the EU. The European Commission can make recommendations. In addition, by means of directives, the European legislator can set minimum standards which the Member States must incorporate in their own legislation. This is a form of harmonisation. In my research, when discussing a number of areas of law, I have particularly emphasised the importance of harmonisation. In the most far-reaching form of harmonisation, the European legislator (the joint Member States) can lay down rules in a regulation that replaces the legislation of the Member States. An example would be the conflict-of-law rules needed in private international law to determine the applicable law. If the Member States adopt such conflict-of-law rules themselves, this could lead to a lack of clarity about the applicable law, with different Member States being able to adopt incompatible conflict-of-law rules. I also mentioned the usefulness of

model legislation such as the European regulation on the European legal entity, *Societas Europaea* (SE). The idea of the SE was to create a legal entity that would be completely separate from the legal entity law of the Member States and governed exclusively by European law. However, many aspects of the SE still refer to the law of the Member States.

Legislation by Member States

In the EU, the Member States make their own choices in their own private legal systems. A Member State is sovereign when it comes to establishing its own legal system and, in the law itself, weighs up the interests of the various inhabitants in its own Member State. One consequence of this is that a difference in legislation between the Member States can arise. This leads to transaction costs that are borne by an internationally operating party. The central question in my research is to what extent these transaction costs can be eliminated by standardised rules. In order to assess the extent to which standardisation is needed, I have to weigh up the advantages of standardisation against its disadvantages. I make this assessment by means of the efficiency concepts, specifically Pareto efficiency (everyone is better off with standardisation) and the efficiency concept of Kaldor - Hicks (standardisation is desirable if the benefits outweigh the costs). In some cases, standardised rules are beneficial to all parties (Pareto efficiency), as in the case of the conflict-of-law rules for determining the applicable law for legal relationships with an international character. In some cases, a difference in law arises because one Member State considers specific interests of more importance than another Member State does. In this case, standardisation would still lead to a reduction in transaction costs for the internationally operating party. Standardised rules would, however, be to the detriment of the interests that a particular Member State wishes to protect. On the basis of the Kaldor - Hicks principle, standardisation is an efficient choice if the benefits to the internationally operating party outweigh the cost for the party that a Member State wishes to protect. In my research, I place this consideration within the context of the European internal market. In the EU,

an important objective is to ensure that cross-border transactions can take place in an efficient and effective manner, partly because of the increasing international movement of companies. Within the internal market, unnecessary obstacles to international movement must be removed. Within this European context, I have outlined in my research a number of mechanisms in European law which could or should eliminate unnecessary differences in legislation. These are the free choice of law and the assessment framework resulting from the provisions on free movement. Both mechanisms are briefly discussed below.

Free choice of law and European rules on free movement

If the parties are free to choose their applicable law (free choice of law), the parties involved in a transaction will be able to choose the law that leads to the lowest transaction costs for them. An advantage of free choice of law is that it creates a certain degree of competition between countries concerning the law. The parties then often choose the law that best suits their needs (i.e. with low transaction costs). A system of free choice of law can be complemented by the possibility for a country to impose mandatory legal conditions despite the choice of law. In this way, a country can still ensure that certain parties are subject to minimum guarantees in as far as the country explicitly substantiates that it is a mandatory law. Even with a free choice of law, a country can still protect the interests of certain parties.

A Member State's '*right to regulate*' is limited in the EU. A Member State may not, in its legislation, create obstacles that are contrary to the provisions on free movement, such as the free movement of capital. This also applies to choices made by a Member State in the law relating to goods or security interests. In my research, I looked at Article 345 of the TFEU, which states that European law will not affect the rights of ownership within a Member State. However, this does not mean that a Member State can use provisions in collateral law to impede the free movement of capital, for example. I will come back to this. A Member State may only retain a provision in its legal system that leads to an obstacle if it has an

overriding reason in the public interest, for example the protection of unsecured creditors such as a supplier. However, the provision must be appropriate for protecting the interests of suppliers, for example, and must not go beyond what is necessary. If a provision in the law of a Member State is contrary to European rules on free movement, the Member State must strike out the provision. The difference in legislation then decreases. On the other hand, if the Member State's provision falls within the conditions of free movement, the Member State may continue to apply its own law. This may result in the continuation of a difference in legislation and, consequently, transaction costs due to a difference in legislation. The European legislator (and hence the joint Member States) can eliminate these transaction costs by means of standardised regulations. In preparation for standardised regulations, the European Commission can examine to what extent the advantages of standardisation outweigh the disadvantages. There is a difference here between the EU and the US. The federal legislator in the US can adopt federal legislation in the event of unnecessary obstacles to interstate traffic, but, more than in the EU, it leaves a great deal of scope for states to make choices in law.

In order to find out what steps the European Commission can take to improve the financing of an international business group, I have analysed various areas of law, namely the law of legal entities, bankruptcy law and collateral law. For all these areas of law, I have looked at the legal and economic considerations of controlling rights allocation in those particular areas of law. I then described the way in which the controlling rights are legally incorporated in the countries and the extent to which differences in law exist between the countries. Furthermore, I investigated to what extent a free choice of law is possible within a specific area of law and to what extent any differences in law conflict with the provisions on free movement. In doing so, I have always looked at what lessons the EU can learn from the US legal system. For the various areas of law, I have set out extent to which standardisation or harmonisation of law in the EU is necessary. My conclusions for the different areas of law are set out below.

15.4 Description by area of law

15.4.1 Business group as organisational form

15.4.1.1 Variables in business group formation

In my research, I have described the business group as an economic unit, identifying a number of variables. The first variable is the degree of central control of the parent company in a business group. Within this variable, for example, falls the parent company's duty of care as director of a group entity. The second variable is the degree of economic dependence between the group entities. This concerns the legal economic considerations of the parent company when setting up a group entity as a legal entity and the extent to which the bankruptcy of one group entity can lead to the bankruptcy of another group entity. Below is a brief explanation of both variables.

15.4.1.2 Variable 1 - central control

15.4.1.2.1 The pivotal role of the parent company as actual director

The parent company plays a pivotal role in the business group as a model in my research. My starting point is that the parent company has full control over all the group entities and directly or indirectly organises all the user rights for the group entities. It forms the board and is a shareholder. The parent company negotiates the controlling rights with the financiers. The parent company determines the deployment of the economic assets, the organisational form and the number of legal entities the group is made up of. The parent company is authorised to represent a group entity as director. It has broad powers in the EU and the US to enter into contracts on behalf of a group entity. The powers of the board to represent a legal entity are harmonised in the EU and the US. There are hardly any differences in law between the countries. Within the US and the EU, there are also

different legal possibilities to hold the parent company of a business group liable for opportunistic actions, for example because the parent company as a director of the group entity has acted unlawfully. The legal instruments for holding the parent company liable as director of the group entity may vary from one country to another, but the effects in terms of liability appear to be similar. However, differences in law between countries do lead to transaction costs for parties operating internationally. These transaction costs can be eliminated with standardized regulations concerning the parent company's duty of care as director of the group entities. With the chosen framework of efficiency I do not see sufficient reasons for abolishing the limited liability concerning the group entities as legal persons. The framework of efficiency is about analyzing pros and cons for all involved parties. Abolishing the limited liability within a business group is an advantage for the (*non – adjusting*) creditors, because the parent company bares all liability. It is on the other hand a disadvantage of the parent company because the ways to organize the business group on economic grounds are being reduced. The European Commission would have to base a proposal for abolishing limited liability within business groups on other arguments.

15.4.1.2.2 Duty of care of the parent company as director of a legal entity

As director, the parent company sometimes has to make decisions that disadvantage other parties. In the EU and the US, the board has ample opportunity to weigh up interests without running the risk of being held liable for prejudicing a concerned party. In the US, this is known as the '*business judgement rule*'. As director, the parent company in the US and the EU Member States has a responsibility to act in the best interests of the company as a whole. The board cannot act in the interest of specific groups, such as creditors or suppliers. In the US and UK, while the board can take into account the interests of creditors in its actions, it must act above all in the interests of shareholders. In the Netherlands and Germany, the board has to weigh up more carefully the interests of all parties

involved. However, in the run-up to a possible bankruptcy, the board must take the interests of creditors more heavily into account. As an example, this can be seen in the doctrine of *'pauliana bankruptcy'*, which allows creditors to set aside detrimental legal transactions during the run-up to bankruptcy. In the EU, a Directive on restructuring ((EU) 2017/1132) states that directors have an explicit duty of care in the event of impending insolvency and must take into consideration the parties involved (such as creditors). The board must be committed to preventing insolvency. This goes further than in the US, where a broad protection of directors from potential liability has been explicitly chosen, as follows from the *'business judgment rule'*. In the US, the general view is that an explicit duty of care for the board in the event of impending insolvency is too vague and can lead to unnecessary caution on the part of the board. However, the current wording of the duty of care in the Directive does not lead to more cautious management in the EU. Such a duty of care already applies now, such as under the doctrine of tort or *'pauliana bankruptcy'*. One advantage of a standardised duty of care in the EU is that such a duty will apply unambiguously in all Member States. Within a business group such as the one I have in mind, this means that the parent company has the same duty of care for each group entity.

15.4.1.2.3 Variable 2 - economic dependency between group entities

Effect of economic dependency

Another variable to specify the business group as an economic unit is the degree of economic dependence between the group entities. Group entities are economically dependent if it is possible for several group entities to successively declare bankruptcy. If one group entity declares bankruptcy, this will have economic consequences for another group entity. One way of describing economic dependency is to assess the extent to which the group entities operate in the same relevant geographic or product market. Economic dependency is an important variable in my discussion on the efficiency of international business group

financing, and it is reflected in several parts of my analysis. In the EU and the US, the degree of economic dependency is not formally defined and there are no indicators for determining it. In order for the Member States to use the variable of economic dependency in a similar way, I propose that the European Commission develop the variable of economic dependency. The European Commission may then make proposals to apply the concept of economic dependency, for example in the case of a tightening of the business group coordination procedure in the European Insolvency Regulation.

Use of legal entities and imperfections in business group formation

In my analysis of the consequences of economic dependency within a business group, I describe the legal economic function of a group entity as a legal entity. From a legal-economic perspective, a legal entity is required in order to reduce monitoring costs for the parties involved, such as shareholders and creditors. By establishing a legal entity, a parent company can attract specific creditors or financiers. The advantage for a creditor or financier is that it then only has to monitor the economic activities of that one group entity and not the business group as a whole. If it becomes apparent that group entities are economically dependent on each other, a creditor would, for example, still have to monitor the economic activities of the other group entities and would therefore have to incur transaction costs. The legal economic argument in favour of establishing a group entity as a legal entity disappears if the group entities are economically interdependent.

A condition stemming from the monitoring theory mentioned above is that the demarcation of legal entities within a business group (or a subgroup), way of financing within the group and the economic dependency of group entities is sufficiently transparent. Creditors can then assess the extent to which they also need to monitor other group entities. In my research, I found a number of rough indications that the risk of unnecessarily complicated (and therefore nontransparent) business group structures is higher in the EU than in the US. One

indicator is that the role of banks is more prominent in the EU than in the US. In the EU, there is a relatively high number of banks that finance companies. Banks will require business group guarantees if they provide consolidated business group financing. A business group guarantee may result in the parent company no longer having an interest in ensuring a transparent business group structure. After all, all group entities will nevertheless be liable for the entire group debt. I have also looked at the tax motives for setting up legal entities within a business group. My assessment is that in the EU the incentive to set up a legal entity in a business group for tax reasons is greater than in the US. In the EU, the differences in tax legislation appear to be greater than in the US. This can also lead to making business group formation unnecessarily complicated. Under those circumstances, the parent company does not set up a group entity for legal economic reasons, but in order to gain a tax advantage. If, in the EU, there is indeed a greater risk of opaque business group formation, in my opinion this means that there is a greater need in the EU to develop indicators of economic dependency between group entities.

15.4.2 Law of legal entities

In my analysis, I also looked at the legal structure of the group entities as legal entities as regulated by the law of legal entities. This area of law regulates, among other things, the relationship between the board and the shareholders. The law of legal entities may also contain provisions necessary for the protection of creditors, such as suppliers. An example is the rules on financial transparency that a legal entity must take into consideration when preparing its annual accounts or the stipulations on minimum capital. The parent company has a wide choice of applicable legal entity law in the EU and the US. The parent company can therefore choose the legal entity law that results in the lowest transaction costs for it. The recipient country cannot restrict that choice of law on the grounds that they wish to protect creditors' interests in their law of legal entities, for example. This does not mean though that a legislator cannot protect creditors' interests. To a certain

extent, a legislator can still regulate these interests in another area of law, for example through bankruptcy law and collateral law. Therefore, the parent company's free choice of law in the law of legal entities does not necessarily mean that the position of creditors is prejudiced. In addition, the interests of creditors are already partially regulated in a standardised way in the EU, for example through the Transparency Directive or the Preventive Restructuring Directive. In my analysis, I have not been able to find any arguments that a standardised law of legal entities leads to more efficient financing of a business group. The free choice of law means that the parent company can keep its transaction costs as low as possible, while not necessarily leading to a disadvantage for creditors.

15.4.3 Bankruptcy and restructuring of business groups

15.4.3.1 Bankruptcies of group entities

In Europe, it is up to the countries to lay down the provisions in bankruptcy law. In the US, bankruptcy law is organised federally. The regulations differ between the Member States in the EU and the US states. For example, in the US, the parent company can retain control in the event of a restructuring of a group entity. In the UK, collateral takers have a strong position in the event of bankruptcy. They can appoint an '*administrator*' to represent the collateral takers. In the Netherlands and Germany, the court plays a central role and can appoint a trustee or a '*Verwalter*' who acts in the interests of the joint creditors. The choices made in bankruptcy law in the UK are not necessarily more efficient (the lowest net transaction costs) than the choices made in bankruptcy law in Germany. It is up to a country to determine the extent to which it wishes to protect the interests of unsecured creditors through bankruptcy law. On this point, I have indicated that the legal system in the EU in the case of bankruptcy is not necessarily less efficient than the legal system in the US. Below I will discuss a number of areas to which standardised rules apply or should apply. I will discuss the coordinated settlement

in the event of bankruptcy within a business group and the restructuring. It is also noted that the applicable law in the EU sufficiently provides for creditors. The registered office of a legal entity is decisive in determining the applicable law. This also applies to the bankruptcy of a group entity.

15.4.3.2 Coordinated settlement of business group bankruptcies

Within a business group where the group entities are economically dependent on each other, a certain degree of coordination is required when settling a bankruptcy or in the restructuring of several group entities. After all, the settlement of the bankruptcy of one group entity has consequences for the bankruptcy of another group entity. In the EU there is a business group coordination procedure for businesses in a group. This procedure is voluntary and does not go far enough. The group coordination procedure is not as extensive as the possibilities for administrative consolidation in the US. In the U.S., under federal bankruptcy law, a single judge can coordinate the bankruptcy of the entire business group. My recommendation is that the European Commission should propose an amendment to the European Insolvency Regulation (EIR). This amendment should state that, as a general rule, business group coordination is mandatory if it appears that the group entities are economically dependent on each other. This can then apply if the indicators of economic dependency as drawn up by the European Commission are met. In addition, the European Commission could propose that a definition of a coordinating centre of its main interests be included in an amended EIR. The legal presumption could then be based on the legal and actual place of establishment of the parent company. The judge from the Member State of the coordinating centre of its main interests can then assume the task of coordinating judge. After the coordinating judge has heard all the parties, the coordinating judge can then enforce the business group coordination procedure.

In my research I have further explored the consolidated tangible settlement within an international business group. Such a form of consolidation is only

necessary within a business group if it is no longer possible to determine to which legal entity certain assets have been attributed as the various legal entities have all used the assets of each other. Tangible consolidation is only necessary if a consolidated settlement of a bankruptcy is the only reasonable way to achieve a reasonable distribution of the bankruptcy assets. Tangible consolidation (including cross-border) must only be possible in very exceptional cases and with great restraint. In order to ensure that all Member States deal with a consolidated settlement of a bankruptcy of different group entities in the same way, the European Commission should, for example, stipulate in the EIR that the Member States will only proceed with a consolidated tangible settlement within an international business group if a court determines that this is the only reasonable way, perhaps because of inseparability of assets, to be able to settle the bankruptcy assets.

15.4.3.3 Restructuring

In the EU, a new Restructuring Directive ((EU) 2017/1132) sets out rules to encourage restructuring of businesses. This directive is inspired by the procedure set out in Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Code. Under the directive, the parent company, as director of the group entities, retains control in the event of restructuring. Just like in the US there are in the EU no transactions costs because of differences in law concerning the central role of the parent company as '*debtor-in-possession*' in restructuring the business group.

Because of the implementation of the Restructuring Directive ((EU) 2019/1023) there are in the EU minimum norms as worked out in the directive. For these minimum norms there are no transaction costs because of differences in law. These will only arise if Member States choose for additional possibilities for restructuring in their legal system or if the Member States can choose how to implement the directive. The Member State can bring their procedure for restructuring within the scope of the EIR. As a consequence the procedure for

restructuring of that Member State will apply if a main procedure is being started in this Member State. This will however only be relevant for those group entities with their COMI in that Member State. For the group entities with their COMI in another Member State the restructuring procedure of that other Member State will apply. That means that it is not possible to restructure the business group within one applicable law. This will be possible if within the EIR the possibility of a coordinating COMI will be introduced. The place of establishment of this coordinating COMI can then be decisive for the applicable law. The European Commission can decide that Member States can still have the possibility to protect the competing creditors if the measure of this Member States is effective and proportional. An example is a strict application of the ‘*Absolute Priority Rule*’ that is all about protection competing creditors.

The Restructuring Directive provides for a system of suspension of claims of collateral takers’ rights, for example. This European regulation does not go as far as the ‘*automatic stay*’ that applies in the US. In the US, the suspension takes immediate effect when the court opens the restructuring proceedings. In this way, the parent company, as director of a group entity, has the space to enter into negotiations with the various parties without being put under pressure by, for example, a collateral taker. In the EU, each Member State may choose to what extent the suspension of security rights, for example, will automatically take effect. This creates an unnecessary difference in law between the Member States. In the event of bankruptcy within a business group, the suspension can take effect automatically for one group entity in one Member State. For a group entity in another Member State, the group entity may have to apply to the court for a suspension and demonstrate that the suspension is necessary for the restructuring negotiations. It is precisely the automatic nature of the suspension that gives the parent company space to organise the renewed conflict of interest between the parties in the event of restructuring in the best possible way. The rights of the collateral takers are sufficiently protected by an ‘*automatic stay*’. The security rights are not impaired, but temporarily cannot be invoked. Due to the lack of this

general suspension, the transaction costs in the EU are, on balance, higher than in the US in my view. My proposal is to opt for a standardised arrangement for an ‘*automatic stay*’ in the EU in the event of an amendment to the Restructuring Directive.

15.4.4 Controlling rights

15.4.4.1 Position of the parent company and the collateral taker

With the establishment of a security right, a financier can indirectly gain control over the actions of a group entity. For the group entity, invoking or executing a security right means that the subsidiary can no longer use the assets to which the security interest is attached and can therefore no longer maintain cash flow. The parent company, in its capacity as director of the group entity, has an interest in preventing the collateral taker from exercising the security rights. The effect of security interest is also to prevent the parent company from taking unnecessary risks. If security interests have been established, it is more difficult for the parent company to enter into risky new projects. The new financiers have to accept a relatively subordinated position. In this way, a security right can prevent the parent company from acting opportunistically. Ultimately, it is up to the parent company to weigh up the advantages and disadvantages when establishing security interests on the assets of a group entity.

15.4.4.2 Interests of other creditors

A security right implies that a collateral taker improves its relative position in relation to other creditors. The collateral law of a country may therefore contain conditions that are necessary to protect the interests of third-party creditors. In my research, I have indicated that a necessary condition for the establishment of a security interest is or should be that third parties are sufficiently aware of the security right. If security rights are insufficiently transparent, this creates a form of

'false wealth' because creditors then wrongly charge too low a risk premium. This means that controlling rights, such as security rights, must be as transparent as possible. In my research I also pointed out the importance of transparency for other controlling rights, such as retention of title, personal security interests (joint and several liability or business group guarantees) or security rights over shares.

15.4.4.3 Differences in collateral law between countries

In the legal systems of the countries, there are sufficient possibilities for financiers to establish controlling rights, such as security rights. In the U.S. there is no difference in collateral law between the states because most states have adopted collateral law of Chapter 9 of the UCC in their legal system. In Europe, a financier may face transaction costs due to differences in legislation. It is nevertheless the responsibility of each country to weigh up the interests of the different parties involved in a security right (collateral taker, creditor and third party). One country may, for example, give greater weight to the interests of a collateral taker and set less stringent requirements for the transparency of security rights. In the next section I will discuss the desirability of a standardised European collateral law, the possibilities for free choice of law in collateral law and the assessment framework of the free movement provisions in collateral law.

15.4.4.4 Degree of standardisation of collateral law

European free movement

To the extent that a Member State creates an obstacle in collateral law to the free movement of, for example, capital, the question is whether that Member State has an overriding reason in the public interest (e.g. protection of unsecured creditors) and whether the measure is appropriate and proportionate. A Member State must remove a provision in collateral law if this is contrary to the rules of European free movement. This leads to fewer major differences in the law. If a

Member State does not create an obstacle to free movement in its collateral law, each Member State can insist on the choices it has made in its collateral law. This means that transaction costs are incurred due to a difference in legislation. One way to eliminate a difference in legislation is to standardise collateral law in the EU. This can be done with standardised collateral law, harmonisation of parts of collateral law or a European model law.

Standardised collateral law

In order to achieve a standardised collateral law, a one-off investment is required, whereby the provisions are ultimately the result of a compromise between the Member States. Article 345 of the TFEU prevents the European legislator from imposing standardised collateral law on the Member States that replaces the collateral law of the Member States. The European legislator can only establish standardised European collateral law if all Member States are prepared to give up their power to make their own choices in collateral law. If Member States are not prepared to do so, this may mean that Member States will have to accept transaction costs in the EU that arise due to a difference in legislation. This occurs, for example, in the case of differences in the law on retention of title.

Harmonisation

An alternative is to harmonise sections of collateral law. For example, European rules on collateral transparency could reduce net transaction costs. I have stated that the transparency of security interests is a necessary condition for a security right to be established. If security interests are not transparent, third parties cannot adequately take this into account. This creates a form of *'false wealth'*. Furthermore, I have pointed out European rules that may be necessary to limit the provision of security interests by the parent company. These are security rights concerning compliance with a loan from a parent company to a group entity. With this security right, the parent company is in a better position in relation to the existing creditors of the group entity. In my research I have put forward arguments

that the parent company has no legal economic reasons for security rights for such loans. The risk is that with the security right the parent company unfairly obtains a better recovery position in comparison with other financiers.

Model legislation

Another option to deal with differences in legislation is to draw up European model legislation which the Member States can then use as a source of inspiration for drafting the collateral law in their own Member State. This is comparable to the US, where model legislation has been drafted and eventually adopted by most states. An example is the Draft Common Frame of Reference (DCFR) in which a European security right has been developed with the American security right from Chapter 9 of the UCC as a source of inspiration. Even without the DCFR, however, the Member States can already create a security right in their own legislation that is comparable to a generic security right from Chapter 9 of the UCC. The UCC is therefore already a form of model legislation.

Free choice of law

In the case of a free choice of law, the collateral taker and the parent company may themselves choose the applicable law that results in the lowest transaction costs for the parties. In my research, I have indicated that I assume that even in the case of a free choice of law, Member States should still be able to impose mandatory provisions, regardless of the choice of applicable law. Here I pointed out the analogy with international contract law. This can lead to each Member State designating its total or partial collateral law as mandatory law. In the Netherlands, the legislator can therefore designate the closed system of the Dutch law of property as mandatory law. This mandatory law can then be tested against the assessment framework that applies from the perspective of the provisions of free movement.

Another point in a system of free choice of law is that the right choices are necessary to determine the applicable law in the absence of a choice of law. In my

opinion, this choice has not been made properly in the EU in the case of declarations of joint and several liability and differs from the way in which applicable law is determined in the US. In the U.S., applicable law depends on the bank's most characteristic performance, i.e. the provision of financing. In the EU, this principle is deviated from when personal security rights are provided and the place of establishment of the group entity as guarantor takes precedence in determining the applicable law. In the EU, the applicable law for personal security rights, such as joint and several liability, should also depend on the location of the bank's registered office in the absence of a choice of law, as this is the most characteristic performance. The European Commission should propose an amendment to the Rome - I Regulation to make this possible.

15.4.4.5 Security interests in an international context

Conversion of foreign security interests

If a financier establishes a security interest over a particular asset, it cannot be ruled out that the collateral taker may have to execute the collateral in another country. The court in the destination country must decide to what extent the security interest has to be converted into a comparable security interest of the destination country (such as in Germany) or whether a security interest can simply be enforced because the security interest does not conflict with the fundamental provisions of collateral law of the destination country (such as in the Netherlands). In private international collateral law, there is already a specific guarantee that a collateral taker can exercise his security right even in the event of a transfer of assets.

Case study: establishment of a 'floating charge' in the Netherlands and free movement

One issue I have elaborated on in my research is to what extent a collateral taker can establish a security interest on assets located in another country in

accordance with the collateral taker's right of establishment. Suppose a bank from the UK wishes to establish an English security interest (e.g. a *'floating charge'*) on assets or receivables located in the Netherlands. Despite Brexit my choice is to use this English security right as an example, because of this security right has a wide reach and a lot has been written about this security right. In my research I have worked out as a case study to what extent this constitutes an obstacle to the free movement of capital. As far as movable property is concerned, it follows from the *'situs rule'* that Dutch law is binding concerning all property located in the Netherlands. Dutch collateral law may contain a provision restricting the establishment of a *'floating charge'*. In the Netherlands, for example, secured assets must be sufficiently specified. Admittedly, it follows from Article 345 of the TFEU that European law will not affect the regulation of a Member State's collateral law. However, this does not mean that a country may create an obstacle in collateral law that is contrary to the provisions of the free movement of capital. With the Dutch *'stille pandrecht'* (undisclosed pledges) on business (future or existing), an English bank can establish a security interest comparable to a *'floating charge'*. Dutch collateral law for movable property does not prevent a bank from financing a group entity in the Netherlands. To the extent that Dutch law does create obstacles to free movement, these are motivated by an overriding public interest reason, namely the protection of the interests of unsecured creditors. For example, the Netherlands may prevent a bank from taking a security interest on absolute future receivables. This is however possible in the case of an English *'floating charge'*. This is a security interest on all receivables that exist now and in the future. However, within the provisions of the free movement of capital, the Netherlands is allowed to choose not to allow security interests on absolute future receivables. I have reasoned that such an obstacle is appropriate and proportionate. Furthermore, it is up to the Netherlands to provide that a *'curator'* deals with a bankruptcy and not an *'administrator'* who can be appointed by the holder of a *'floating charge'*. In this way, I have put forward arguments for the proposition that it is not contrary to the provisions of the free movement of capital for the

Netherlands to prevent a bank from establishing a *'floating charge'* on assets located in the Netherlands at the time of the establishment of the security interest.

Retention of title and free movement

The same applies to restrictions that apply under the Dutch retention of title provisions. The Netherlands may impose restrictions on, for example, a German supplier who wishes to establish a retention of title under German law on assets in the Netherlands. Under German law, in the event of breach of contract, a supplier may become co-owner of an asset for which the supplier has supplied a part. In order to protect unsecured creditors, the Netherlands may opt for unity of ownership. This means that co-ownership of components is not allowed in the Netherlands. In the EU, the Member States thereby have sufficient possibilities in their own collateral law to protect the interests of, for example, unsecured creditors. This can lead to a difference in legislation in collateral law between the Member States and therefore transaction costs. In my research I substantiated that the regulations of one Member State do not necessarily lead to lower transaction costs than the regulations of another Member State. In order to avoid the transaction costs due to a difference in legislation, the European Commission could create standardised regulations concerning title retention. If the Member States do not want to accept this, they will have to accept the transaction costs due to a difference in legislation.

Importance of transparency in undisclosed security rights

Standardised regulations in collateral law can eliminate these transaction costs, but then Member States must be prepared to accept standardised law. In my research, I looked at Article 345 of the TFEU from which it follows that European law does not affect a Member State's property law. I have argued that Article 345 of the TFEU prevents the European legislator from removing possible inefficiencies in the collateral law of a Member State through, for example, harmonisation. In doing so, I have taken the undisclosed security rights as

applicable under Dutch law as an example. A characteristic of such security rights is that unsecured creditors are not aware of the establishment of the security right. The justification for this is the protection of the guarantor's interests (image). In my research I explicitly indicated that transparency of security interests is a necessary requirement in order to prevent a form of '*false wealth*'. Undisclosed security rights are not transparent. This leads to inefficiency (risk premium of the other creditors is too low). Undisclosed security rights, however, do not violate the provisions of European free movement. A third party who is not a party to an undisclosed security interest, such as a supplier, can still deliver his goods in another Member State without any hindrance, establishing an undisclosed security right, and only in the event of bankruptcy will he find out that his position is compromised. The Netherlands does not have to adjust its regulations on undisclosed security rights on the basis of European law. Nevertheless, I have indicated that the European legislator should impose mandatory transparency provisions on all Member States as a condition for the establishment or execution of a security interest. In that case, an undisclosed security interest is not possible. In my research I have indicated that such a European legal provision on mandatory registration requirements for security interests is contrary to Article 345 of the TFEU. In that case, the Member State's property rights are not left unaffected by European law. For the Netherlands, such a European legal provision would mean that the undisclosed pledge would no longer be possible. The Netherlands may ask the ECJ to annul such a provision on the grounds of a conflict with Article 345 of the TFEU. In the EU, European rules on the registration of security interests can only be established by means of a Treaty to which all Member States agree, instead of by decision-making within the EU by a majority, whether qualified or otherwise, of the Member States in the European Council and the consent of the European Parliament. Standardised rules for the registration of security interests apply in the US. The information in the US registration system does not go beyond what is strictly necessary and in any event enables third parties to be aware of a security interest. In this respect, the legal system in the EU is less efficient than in the US.

I therefore call for a Treaty between Member States that guarantees the registration of security rights.

15.4.4.6 Actio pauliana and transaction avoidances in bankruptcy

In addition to security rights, creditors can exercise other controlling rights, such as the actio pauliana of transaction avoidances in bankruptcy. This allows creditors or an administrator to nullify a legal transaction of a group entity if it appears that the group entity is deliberately damaging the position of a creditor with this legal transaction. Within the business group creditors can be disadvantaged in several ways. For example because group entities conclude contracts within the business groups (intragroup transactions) that are not at arm's length or if the parent company finances group entities.

In relation to the actio pauliana, there can be differences in law between the countries. The difference partly exists due to the fact that one country considers the interest of an injured creditor weightier than the group entity that performed an injurious legal transaction, for example. A country can opt for a less onerous burden of proof for an injured creditor. However, if each country takes a different stance in the actio pauliana, transaction costs will arise because of a difference in legislation. In my research I have stated that the applicable law should be the same law as the law that governs the injurious legal transaction. The European legislator can eliminate these transaction costs with standardised regulations. This means, however, that the European Commission, when setting out a proposal for standardised regulations, has to make a choice between regulations that put more emphasis on objective criteria or regulations that are based on subjective criteria. The choice for one model does not, on balance, lead to lower transaction costs than the other model. If it transpires that a majority of the Member States have chosen a certain model, the European Commission can argue that this model leads to lower net transaction costs. The minority of Member States will have to adjust their regulations. As long as the European legislator does not opt for standardised

regulations, the EU will have to accept the transaction costs due to a difference in legislation.

In my research I have looked into differences in law in transaction avoidance in bankruptcy, like the rules for restructuring. In the Restructuring Directive ((EU) 2019/1023) it is stated that Member States must adequately protect new financing and that security rights for new financing must not fall under the rules for transaction avoidance in bankruptcy. For this subject there will be no differences in law.

15.4.4.7 Set-off system

In my research I described the legal provision for set-off in the countries. The differences between the countries are mainly materially reflected in i) the extent to which set-off takes place by operation of law (e.g. in France) or a system in which set-off requires a declaration by the party wishing to set-off (as in the Netherlands and Germany) and ii) the retroactive effect of set-off. The various systems of set-off appear to have materially the same effect. Nevertheless, parties established in different countries incur transaction costs due to a difference in legislation. The regulations for set-off are often of a regulatory nature whereby parties themselves have the option of making additional or restrictive arrangements for set-off. The parties are free to choose the applicable law that leads to the lowest transaction costs for the parties involved. Standardised European regulations for set-off could remove transaction costs attributable to a difference in legislation. This is only possible if the European legislator opts for set-off regulations that replace the national statutory set-off regulations. If the European legislator prefers optional European set-off regulations, this will only provide additional regulations in addition to the regulations of the Member States.

15.4.4.8 Financing the business group

The parent company can finance the business group or the group entities in several ways. The parent company can make sure that the bank finances a group entity for which the parent company can provide a surety. The parent company can also ask the bank to provide consolidated group financing. The group entities can then guarantee to refund the loan and the payment of interest. Subsequently the parent company can finance the group entities itself. The parent company can choose how to finance the group entities for example with risk capital or with a loan.

The choice for the financial instrument can have adverse consequences for the competing creditors of a group entity. One consequence of guarantees within the business group is, especially if the group entities are economically dependent, that competing creditors will have to monitor the whole business group instead of one group entity. A precondition is that the guarantees within the group are sufficient transparent. Furthermore, there is an increased risk that the parent company will improve its own position opportunistically. If the parent company chooses for a loan instead of risk capital the position of the parent company improves because it will then be one of the competing creditors. There is also a risk that the parent company handles the bank more privileged for example if the parent company pays the bank before paying other creditors.

Some countries (like Germany) choose to categorically subordinate all the claims of a parent company in order to protect competing creditors of a group entity. This protection can especially be necessary for those creditors that cannot improve their own position themselves. Other countries (like the Netherlands) have not chosen to categorically subordinate the claim of the parent company. In these countries the parent company has more opportunities to finance the business group. A consequence is that there are transaction costs because of differences in law. In my research I dealt with the question whether a standardised rule for a categorically subordination of the claim of the parent company is necessary within the EU in

order to eliminate these transaction costs. Looking at the framework of efficiency as used in my research I do not see on what economic grounds the European Commission can come up with such a proposal.

15.5 What does that mean for the EU?

The balance between Member States versus standardisation

The question I asked in my study is to what extent the financing of a business group in the US is more efficient than in the EU. I wanted to know whether borderless financing is needed in the EU. In order to answer these questions, I relied on the concept of efficiency, which essentially means weighing up the respective interests of the business group, the bank and the suppliers. This balancing of interests lies primarily with the countries in Europe or the US states. In the US the states have generally opted for more standardised law. In the EU, the Member States make their own choices in different areas of law. To the extent that a Member State does not create an obstacle to free movement in their law, those Member States can retain their own legal choices. That does mean, however, that transaction costs are incurred because of a difference in legislation. These costs are borne by parties operating in the international domain. These transaction costs can be partly offset by a system of free choice of law whereby the parties themselves can choose the jurisdiction with the lowest transaction costs the parties involved, as in the law of legal entities. Collateral law does not provide for a free choice of law. One way of eliminating transaction costs can be with standardised regulations. This means, however, that the European Commission will have to choose a particular model when drawing up a proposal for standardised regulations. The European Commission may, for example, take regulations from a particular Member State as a guide. The choice of one Member State's model may not lead to lower net transaction costs than another model in some areas of law (such as set-off or *actio pauliana*). However, if it appears that a majority of Member States have chosen a particular model, the European Commission can argue that this model

leads to lower net transaction costs. The minority of Member States will have to adjust their regulations. There are no grounds for abolishing limited liability within a business group in the EU from the perspective of efficiency. In other areas of law, such as retention of title or transparency requirements (such as a registration requirement) for security rights, Article 345 of the TFEU prevents the European Commission from proposing standardised regulations. As long as the European legislator does not opt for standardised regulations, Member States will have to accept the transaction costs due to a difference in legislation.

Comparison with the US

In my study I described the choices that have been made in the EU and in the US, as in the case of restructuring. As in the US, the parent company is given a guiding role in the EU. Of course, the EU can draw inspiration from the choices made in US law. In this respect, it does not seem to me to be necessary to adopt American legislation in model legislation. The EU can learn from the US in areas such as collateral law. One example is the ‘*automatic stay*’ in the event of restructuring, whereby the rights of collateral takers are automatically suspended in the event of bankruptcy. In the EU, it remains up to the Member States whether or not to opt for automatic suspension. This leads to unnecessary differences in the laws of the Member States.

The EU can take steps to improve the financing of a business group, going further than in the US. In my research, I have mentioned on a number of occasions the impact of economic dependency between group entities on suppliers, among others. The European Commission can develop indicators to determine the extent to which group entities are economically dependent on each other. If it is established that a business group is economically integrated, then it must be regulated in the EU that a restructuring is dealt with in a coordinated, and possibly mandatory, manner, for example, in the Member State in which the parent company is located. The law of that Member State can be declared applicable to the restructuring of the group entities. No such indicators have been developed in

the US. The need to establish economic dependence between group entities in the EU is due to the risk in the EU of non-transparent group formation in the EU being greater than compared to the US.

Importance of transparency for security rights and undisclosed security rights

A possible inefficiency in the financing of a business group in the EU seems to stem from the application of Article 345 of the TFEU. This article states that the conventions shall in no way prejudice the regulations in property law. I have indicated that some Member States choose not to make security rights transparent for third parties (undisclosed security rights). In my view, this is an example of an inefficient choice, as it leads to an incorrect risk assessment by third parties (*'false wealth'*). In my discussion on the scope of Article 345 of the TFEU, I have always stressed the importance of transparency. My argument is that the European legislator should demand as much transparency of security rights as possible from the Member States. If, for example, the European Council wants to establish transparency of security rights as a European standard by majority voting (whether qualified or otherwise), such a decision would be contrary to Article 345 of the TFEU. The European Council would adopt a European regulation which would not prejudice the rules of collateral law of a Member State. A Member State such as the Netherlands would no longer be able to recognise undisclosed pledges. This means that inefficiencies due to a lack of transparency may persist in the EU, unless the Member State concerned (e.g. the Netherlands) agrees to remove the inefficiencies. This does not happen in the US. In the US, there is a standardised system of security interests that includes transparency requirements. In my view, it therefore follows from Article 345 of the TFEU that the European legislator is not necessarily in a position to eliminate potential inefficiencies, for example due to a lack of transparency of security interests. This is a difference in comparison with the US. My recommendation is that an agreement between the Member States should include a registration requirement for security rights.

15.6 Overview of actions

In my research, I proposed a number of measures that the European Commission could take to make the financing of an international business group more efficient. For the sake of clarity, I list the most important measures in the table below.

1) <i>Business group as an organisational structure</i>			
Issue	Consideration of transaction costs	Comparison with US	Measures to be taken by the European Commission
Economic dependence of group entities.	Degree of economic dependence is an important indicator of efficient business group financing. There is no detailed indicator of economic dependency.	No detailed indicator of economic dependency.	<ul style="list-style-type: none"> • Develop an indicator by tightening up the definition of a business group. • Make a proposal for the introduction of the indicator, for example in the EIR group coordination procedure.
Coordinated settlement of bankruptcies within a business group.	Business group coordination regulations in the EIR are voluntary.	Coordinated bankruptcy settlement within the business group possible on the basis of the federal <i>Bankruptcy Code</i> .	Propose to incorporate into the EIR: <ul style="list-style-type: none"> • The coordinated business group procedure is compulsory when the group entities are

			<p>economically interdependent.</p> <ul style="list-style-type: none"> • The registered office of the parent company is the coordinating centre of key concerns (as a legal presumption). • This centre will determine the applicable law. • Consolidated tangible intra-group settlement is possible to a very limited extent.
Restructuring.	The Restructuring Directive provides for a ' <i>stay</i> '. The regulations are not automatically applicable in the EU.	The ' <i>automatic stay</i> ' applies to all states and takes effect automatically after a declaration of bankruptcy.	Adopt an amendment to the Restructuring Directive that includes an EU-wide ' <i>automatic stay</i> '.

II) <i>Controlling rights</i>			
Issue	Consideration of transaction costs	Comparison with US	Measures to be taken by the European Commission
Transparency of security interests (obligation to register).	<ul style="list-style-type: none"> • A necessary requirement for the establishment of efficient security rights is that they are disclosed to third parties (avoid '<i>false wealth</i>'). • Undisclosed securities are not apparent to third parties and are not efficient. • In the EU, there are no standardised regulations for transparency and there is no obligation to register security rights. • A number of security interests are insufficiently disclosed, such as personal 	There are standardised regulations on the notifiability of security rights, including an obligation to register.	<ul style="list-style-type: none"> • Propose to Member States mandatory registration of security interests (possibly through a convention). • Establish that personal security interests (and other agreements such as waivers of the right of recourse) and security rights over shares must be disclosed to third parties.

	<p>security interests and other agreements (e.g. waiver of the right of recourse) and security rights over shares.</p>		
<p>Personal security interests (such as joint and several liabilities or business group guarantees).</p>	<p>In the absence of choice, the applicable law will be determined to be that of the Member State of the registered office of the group entity as guarantor.</p>	<p>The location of the party providing the most characteristic performance (i.e. the bank) determines the applicable law in the absence of choice.</p>	<p>Adapt the Rome I Regulation to provide that, in the absence of choice of law, the law applicable to personal security interests will be determined by the location of the party providing the most characteristic performance (i.e. the bank).</p>
<p>Set-off</p>	<p>The regulations of the Member States differ from one another but appear to have the same effect. A choice of law allows the parties to choose a unified law. There are transaction costs due to different laws.</p>	<p>Varies by state.</p>	<p>Propose standardised regulations to replace those of the Member States.</p>

Bijlage 1 - Verschil in aantal concernonderdelen bij Europese en Amerikaanse concerns

Statistische analyse

In hoofdstuk 3 ben ik ingegaan op de diversiteit van concernvorming in verschillende landen. Hier heb ik aangegeven dat er indicaties zijn dat concerns in de EU relatief veel rechtspersonen hebben in vergelijking tot de VS. In deze bijlage ga ik na in hoeverre er een verschil is tussen het aantal rechtspersonen in een Amerikaans en Europees concern. Als inderdaad blijkt dat concerns in de EU relatief veel rechtspersonen nodig hebben dan kan dit betekenen dat er in de VS minder complexe concerns zijn. Dit kan een indicatie zijn dat de transactiekosten in de VS vanwege concernvorming in de VS lager zijn dan in vergelijking met de EU.

In mijn vergelijking met de VS ga ik ervan uit dat de VS en de EU vergelijkbare economische geografische gebieden zijn. Het Bruto Nationale Product (BNP tegen marktprijzen),¹³⁶⁸ en dus de totale waarde van alle economische activiteiten, van de VS en de EU zijn vergelijkbaar. In de VS kwam het BNP in 2018 volgens de Wereldbank uit op \$ 21 miljard (x 1.000) en de EU \$ 16 miljard (x 1.000). Vervolgens heb ik achterhaald hoeveel kapitaalvennootschappen er in de VS respectievelijk de EU nodig zijn om dit BNP te behalen. In de databank van Eurostat¹³⁶⁹ is het totaal aantal ‘enterprises’ opgenomen, oftewel: ‘...the smallest combination of legal units that is an organisational unit producing goods or services, which benefits from a certain degree of autonomy in decision-making, especially for the allocation of its current resources. An enterprise carries out one or more activities at one or more locations. An enterprise may be a sole legal unit’. In de VS komen de gegevens

¹³⁶⁸ Zie Piketty 2014, p. 58 – 61 voor een heldere uitleg over het BNP en het nationaal inkomen.

¹³⁶⁹ Zie <http://ec.europa.eu/eurostat/web/structural-business-statistics/entrepreneurship/business-demography> (december 2017).

uit de US Census waarin de ‘firm’ in algemene termen is omschreven als een ‘business organization under a single management and may include one or more establishments’. Uit US Census en Eurostat haal ik voor 2018 de gegevens zoals ik die in de onderstaande tabel heb weergegeven. De ‘firm’ en de ‘enterprise’ heb ik in de onderstaande tabel beschreven als ‘onderneming’:

2018	VS	EU27	NL	VK	Dtsl
<i>Analyse ondernemingen</i>					
Aantal ondernemingen (alle rechtsvormen, inclusief rechtspersonen)	6.075.937	25.305.831	1.244.410	2.580.040	2.693.522
% aantal ondernemingen	n.v.t.	n.v.t.	4%	8,4%	12,3%
Aantal kapitaalvennootschappen ('corporations')	935.928	9.096.472	287.706	2.082.930	570.711
% kapitaalvennootschappen ten opzichte van aantal ondernemingen in een land	15%	36%	23%	81%	21%
% totaal aantal kapitaalvennootschappen in de EU	n.v.t.	n.v.t.	3%	23%	6%

*Net als in de databank van de Wereldbank hanteer ik dollars als eenheid. De Wereldbank presenteert de data tegen ‘current dollars’ (maart 2022).

Bron: Eurostat en US Census

Tabel 1: Overzicht van rechtspersonen in de EU en de VS

Uit de bovenstaande tabel blijkt dat er in de VS beduidend minder ondernemingen en kapitaalvennootschappen zijn in vergelijking met de EU. Verder blijkt dat er vooral in het VK relatief veel kapitaalvennootschappen zijn (81%) in vergelijking met het totaal aantal onderneming in het VK.

Aantal rechtspersonen voor internationale concerns

Om te achterhalen of er een verschil in organisatievorm tussen Amerikaanse en Europese concerns heb ik gegevens verzameld over tien willekeurige internationale concerns met hun hoofdkantoor in de VS en tien internationale

concerns met hun hoofdkantoor in de EU. Ik heb gekeken naar het aantal rechtspersonen en de omzet van elk concern.¹³⁷⁰ Om informatie over het aantal rechtspersonen voor elk concern te krijgen heb ik de jaarverslagen van de concerns bekeken. Lang niet alle concerns hebben echter informatie over hun rechtspersonen in de jaarverslagen opgenomen. Toch is de verplichting om informatie over het aantal concernonderdelen in een aantal (lid)staten wettelijk verankerd. In Nederland moet een geconsolideerde jaarrekening inzicht geven in het geheel van de in de consolidatie opgenomen rechtspersonen en vennootschappen (artikel 2:405, tweede lid BW). Internationale concerns die hun jaarrekening op grond van het Duitse recht kunnen consolideren zijn eveneens verplicht om het aantal concernonderdelen in het jaarverslag op te nemen (§§ 285 (11) en (11a) en 313 HGB). Verder moeten internationale concerns die zich bij de Amerikaanse SEC registeren een lijst met alle dochters overleggen ('*Exhibit 21 – Subsidiaries of the registrant*' zoals vereist op grond van § 229.600 van de Securities Act 1933 en de Securities Exchange Act 1934). De Informal Company Law Expert Group (hierna: ICLEG)¹³⁷¹ benadrukt dat belanghebbenden het recht hebben om te weten waar een concern uit bestaat, bijvoorbeeld om te weten wie er

¹³⁷⁰ Aanvankelijk had ik nog een zeven additionele internationale concerns in mijn dataset opgenomen. Het bleek echter dat er niet voor alle concerns informatie beschikbaar was over het aantal rechtspersonen of de omzet van deze concerns. Een voorbeeld is IKEA. Op de website van IKEA (gekeken op 31 december 2015) staat dat IKEA uit twee groepen bestaat, te weten de inter IKEA – groep en de INGKA – groep. De IKEA – groep valt onder de Interogo Foundation uit Liechtenstein en een Inter IKEA Holding SA in Luxemburg. De INGKA Groep valt onder de stichting INGKA die in Nederland is gevestigd. De organisatiestructuur blijkt niet transparant te zijn. De Amerikaanse fiscus (zie Osborne 2011) en het Europees Parlement (zie TAXE Committee van het Europees Parlement van 16 november 2016) hebben al kritische vragen gesteld over de organisatiestructuur van IKEA.

¹³⁷¹ ICLEG 2016.

beslist en wie de financiering binnen een concern regelt. De ICELG stelt voor om deze informatievoorziening over concerns te verbeteren.¹³⁷²

Om een verschil in organisatievorm van concerns in de VS en de EU te kunnen vaststellen heb ik gekeken hoeveel rechtspersonen een concern nodig heeft om in een bepaald geografisch gebied (EU of VS) omzet te behalen. Voor elk concern heb ik het relatieve aantal rechtspersonen en de relatieve omzet voor elke geografische markt berekend. Dit heb ik als volgt gedaan. Voor elke concern heb ik het totaal aantal rechtspersonen geteld. Vervolgens heb ik een onderverdeling gemaakt tussen het aantal rechtspersonen in de VS en het aantal in de EU. Voor elk concern heb ik het aantal rechtspersonen in bijvoorbeeld de VS gedeeld door het totale aantal rechtspersonen van een concern. Hetzelfde heb ik gedaan voor de EU. Voor het bepalen van de relatieve omzet heb ik dezelfde stappen gezet (dus omzet VS respectievelijk EU/ totale omzet concern). Ik kom dan uit op een percentage dat het relatieve aantal rechtspersonen in de VS (of EU) weergeeft en een percentage voor de relatieve omzet. Het percentage van het relatieve aantal rechtspersonen in bijvoorbeeld de VS (en daarna voor de EU) heb ik vergeleken met het percentage van de relatieve omzet in dat gebied. Voor elk geografisch gebied heb ik dus het relatieve aantal rechtspersonen vergeleken met de relatieve omzet. Als het verschil groot is dan geeft dat aan dat een concern relatief veel rechtspersonen nodig heeft om in een bepaald geografische gebied een bepaalde omzet te behalen. Daarbij ga ik ervan uit dat een internationaal concern relatief veel of weinig rechtspersonen nodig heeft als het relatieve aantal rechtspersonen meer dan 10%-punt afwijkt van de relatieve omzet. Ik besef dat dit een arbitraire

¹³⁷² De Europese Commissie heeft eveneens aangekondigd om te bewerkstelligen dat meer informatie komt over de samenstelling van groepen ondernemingen (zie p. 14 – 15 van Communication from the Commission of 12th december 2012 concerning an Action plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies).

keuze is, maar dat geldt voor elke keuze die ik hierin maak. De uitkomsten heb ik verwerkt in de tabellen die ik verderop in deze paragraaf weergeef.

In de onderstaande tabel heb ik het relatieve aantal rechtspersonen respectievelijk de relatieve omzet weergegeven van de internationale concerns met hun hoofdkantoor in de VS. De gegevens over de rechtspersonen en de omzet heb ik voor elk concern in twee onderliggende rijen weergegeven. Uit het overzicht blijkt dat er vijf Amerikaanse concerns zijn met absoluut meer rechtspersonen in de EU dan in hun eigen geografisch gebied. Deze concerns heb ik in de tabel aangehaald met **. Verder heb ik in het overzicht gearceerd aangegeven als een internationaal concern relatief weinig rechtspersonen heeft. Dat is dus als het relatieve aantal rechtspersonen (uitgedrukt in een percentage) meer dan 10%-punten afwijkt van de relatieve omzet. Als er relatief weinig rechtspersonen zijn dan heb ik dat omcirkelt. Uit het overzicht blijkt dat vijf van de tien concerns relatief weinig rechtspersonen in de VS hebben. Drie concerns hebben relatief veel rechtspersonen in de VS. Voor twee hiervan (Exxon Mobil en Boeing) is dit te verklaren doordat dit kapitaalintensieve concerns zijn. Daarnaast zet ik de vraagtekens bij de gegevens van Walmart. Uit het overzicht dat ik heb gezien blijkt dat Wal-Mart bij de SEC in totaal 4 rechtspersonen heeft geregistreerd voor een totale omzet van \$ 473 miljard. Uit een folder van Americans for tax fairness over 'The Wal-Mart web' van juni 2015 blijkt dat de structuur van Wal-Mart niet transparant is waarbij er bovendien veel meer rechtspersonen genoemd zijn. Verder valt op dat IBM slechts 5 rechtspersonen in de VS heeft van in totaal 103 rechtspersonen voor het hele concern. Er zijn drie Amerikaanse concerns met relatief veel rechtspersonen in de EU. Geen van de concerns heeft relatief weinig rechtspersonen in de EU. Daarnaast blijkt uit de tabel dat internationale concerns andere keuzes kunnen maken over het aantal rechtspersonen. Dit geldt ook voor concerns die concurrenten van elkaar zijn. PepsiCo heeft in totaal 687 rechtspersonen terwijl Coca-Cola slechts 98 heeft. PepsiCo heeft het grootste aantal rechtspersonen van alle internationale concerns dat ik heb onderzocht.

Naam concern	Totaal	VS	%	Rij 1 minus rij 2 (in %- punt)	EU (excl. Noor- wegen en Zwitser- land)	%	Rij 1 minus rij 2 (in %-punt)	Bron	
	Rij 1: aantal rechts- personen (rechtsp.)*	Veel/ weinig rechtsp.				Veel/ weinig rechtsp			
	Rij 2: omzet (\$ mln)	↓				↓			
Exxon Mobil	144	46	32	+14	33	23	+7	SEC – 2010	
	92.612	\$17.170	18		14.800	16		Jaarverslag 2014	
Procter & Gamble**	403	70	17	-18	130	32	+4	SEC – 2010	
	83.062	pm	35		pm	28		Jaarverslag 2014	
Wal-Mart	4	3	75	+15	1	25	-4	SEC – pm	
	473.076	279.406	59		pm	29		Jaarverslag 2014	
Coca-cola	98	28	29	+2%	20	20	+5	SEC – 2007	
	pm	pm	27		pm	15		Jaarverslag 2008	
PepsiCo **	687	184	27	-24	206	30	+10	SEC – pm	
	66.683	pm	51		pm	20		Jaarverslag 2014	
General Motors**	449	146	33	-27	162	36	+22	SEC – 2010	
	155.929	93.559	60		222.365	14		Jaarverslag 2014	
Starbucks **	86	17	20	-55	24	28	+19	SEC – 2011	
	pm	pm	7 5		pm	9		Jaarverslag 2012	
IBM **	103	5	5	-40	31	30	-3	SEC - 2014	
	92.793	\$ 41.410	45		30.700	33		Jaarverslag 2014	
Boeing	281	182	65	+23	30	11	-2	SEC – pm	
	90.762	37.842	42		11.989	13		Jaarverslag 2014	
GE	114	59	52	+2	41	36	+15	SEC – 2010	
	149,6	75,1	50		31	21 %		Jaarverslag 2011	
Relatief veel rechtspersonen									
Relatief weinig rechtspersonen									

*Groter dan 50% van de aandelen, exclusief 'equity accounted en volledig geconsolideerd'.

** Deze Amerikaanse concerns hebben meer rechtspersonen in de EU dan in de VS.

Tabel 2: Overzicht van Amerikaanse concerns.

In de onderstaande tabel staan de gegevens van de internationale concerns met hun hoofdkantoor in de EU. Uit de tabel blijkt dat zes van de tien concerns relatief weinig rechtspersonen in de VS hebben. Vijf concerns hebben relatief veel rechtspersonen in de EU. Verder valt op dat Siemens relatief weinig rechtspersonen in de VS en de EU heeft. Siemens is het enige Europese concern dat relatief weinig rechtspersonen in de EU heeft. Waarschijnlijk hebben zij als strategische keuze gemaakt om weinig rechtspersonen te in hun concern op te richten.

Naam concern	Totaal	VS	%	Rij 1 minus rij 2 (in %- punt)	EU (excl. Noorwegen en Zwitser- land)	%	Rij 1 minus rij 2 (in %- punt)	Bron	
	Rij 1: aantal rechts- personen (rechtsp)*	Veel/ weinig rechtsp				Veel / weinig rechtsp			
	Rij 2: omzet (mln)	↓				↓			
Shell	74	17	24	+7	32	44	+7	Jaarverslag 2014	
	\$ 421.105	\$ 70.813	17		\$ 154.709	37		Jaarverslag 2014	
Ahold	27	11	41	-19	12	44	+4	Jaarverslag 2014	
	€ 32.615	€ 19.676	60		€ 12.939	40		Jaarverslag 2013	
Fiat	630	61	10	-45	520	83	+60	SEC – pm	
	€ 86.816	€ 47.738	55		€ 19.738	23		Jaarverslag 2013	
GlaxoSmithKline	81	9	11	-15	43	53	+29	Jaarverslag 2013	
	£ 19.932	£ 5.166	26		£ 4.698	24		Jaarverslag 2013	
DSM	329	25	8	-9	194	59	-6	KvK – 2011	
	€ 9.048	€ 1.505	17		€ 5.843	65		Jaarverslag 2012	

Siemens	604	41	7	-11	196	32	-22	Jaarverslag 2014
	€ 71.920	€ 12.876	18		€38.732	54		Jaarverslag 2014
Philips	434	75	17	-15	209	48	+21	SEC – 2011
	€ 20.992	€ 6.748	32		€ 5.716	27		Jaarverslag 2013 (cijfers 2011)
BASF	174	22	13	-8	140	80	+22	Jaarverslag 2014
	€74.326	€15.467	21		€ 42.854	58		Jaarverslag 2014
Volkswagen	1259	66	5	0	870	69	-11	Jaarverslag 2014
	€ 68.971	€ 3.592	5		€ 54.972	80		Jaarverslag 2014
Heineken	15	1	6	-18	9	60	+22	Jaarverslag 2014
	€ 19.257	€ 4.631	24		€ 7.478	38		Jaarverslag 2014
Relatief veel rechtspersonen								
Relatief weinig rechtspersonen								

*Groter dan 50% van de aandelen, exclusief 'equity accounted en volledig geconsolideerd'.

Tabel 3: Overzicht van Europese concerns.

Dan nog een belangrijke kanttekening. Bij het trekken van conclusies uit de data moet ik erg voorzichtig zijn. Zo zijn de bronnen voor het aantal rechtspersonen en de omzet niet altijd gelijk. In de meeste gevallen heb ik het aantal rechtspersonen gehaald uit de overzichten van de SEC en baseer ik de omzet uit de jaarverslagen van de internationale concerns zelf. Ook de jaartallen van de bronnen komen niet altijd met elkaar overeen. Ik heb wel data gebruikt van jaren die zo dicht als mogelijk bij elkaar liggen. Wat het aantal rechtspersonen betreft is niet altijd duidelijk of dit het totale aantal rechtspersonen binnen een concern is of dat er toch nog rechtspersonen zijn verbonden aan de genoemde holdings of dat er

binnen de groep andere rechtsvormen zijn zoals CV's.¹³⁷³ Daarnaast constateer ik dat een groot aantal rechtspersonen het woord '*holding*' in hun bedrijfsnaam hebben. Deze rechtspersonen reken ik wel mee in het totaal, terwijl deze rechtspersonen over het algemeen geen economische activiteiten uitvoeren. Een andere kanttekening is dat de gegevens over rechtspersonen gevoelig zijn voor veranderingen of fouten in de telling. Als een concern 100 rechtspersonen heeft dan staat een correctie van één rechtspersoon gelijk aan 1%. Verder is de geografische indeling die de internationale concerns zelf gebruiken niet altijd gelijk. Sommige internationale concerns geven informatie over Noord – Amerika waarbij de gegevens voor de VS niet apart zijn gegeven. Ook zijn de geografische gegevens van Europa zijn niet altijd beschikbaar. Sommige internationale concerns geven informatie over Europa, het Midden-Oosten en Azië (EMEA). Dit betekent dat de conclusies die ik kan trekken slechts indicatief zijn. De overzichten bevestigen voor internationale concerns de statistische analyse uit de vorige paragraaf dat er in de VS relatief weinig rechtspersonen zijn en in de EU relatief veel.

¹³⁷³ Zie bijvoorbeeld de organisatiestructuur van Starbucks dat bestaat uit een aantal CV's. De Europese Commissie heeft onderzoek naar de fiscale structuur gedaan. Zie de Beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38374 (Starbucks).

Lijst met afkortingen

ABG	Algemene Beschäftstbedingungen banken
ABI	American Bankruptcy Institute
ACM	Autoriteit Consument en Markt
Adv. Gen.	Advocaat-Generaal
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AG	Aktiengesellschaft
ALI	American Law Institute
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshof in Zivilsachen
BV	Besloten Vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
CA	Companies Act
DGCL	Delaware General Corporation Law
DCFR	Draft Common Frame of Reference
DNB	De Nederlandsche Bank
EC	Europese Commissie
EEX-Vo	Verordening (EG) nr. 44/2001 betreffende de rechterlijke bevoegdheid, de erkenning en de tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EHRM	Europese Hof voor de Rechten van de Mens
EIV	Verordening (EG) nr. 1346/2000 van 29 mei 2000 betreffende insolventieprocedures
EIV	Verordening (EU) 2015/848 van 20 mei 2015 betreffende insolventieprocedures
EStG	Einkommensteuergesetz
EU	Europese Unie

EVO	Verdrag van Rome van 1980 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst
EVRM	Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens
Fw	Faillissementswet
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffende die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GvEA	Gerecht van Eerste Aanleg
HGB	Handelsgesetzbuch
HR	Hoge Raad der Nederlanden
HvJ	Europees Hof van Justitie
ICLEG	The Informal Company Law Expert Group
ICTA	Income and Corporation Tax Act
IRC	Internal Revenue Code
InsO	Insolvenzordnung
IPR	Internationaal Privaatrecht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KStG	KörperschaftsteuerGesetz
LLC	Limited Liability Corporation
LLP	Limited Liability Partnership
MBCA	Modern Business Corporation Act (VS)
MKB	Midden- en klein bedrijf
NIE	New Institutional Economics
NV	Naamloze Vennootschap
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OK	Ondernemingskamer
PECL	Principles of European Contract Law
PRE	Property Right Economics

Restatement (second)	Restatement of the Conflict of laws, Second
Rome-I verordening	Verordening (EG) nr. 593/2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomsten (Rome-I)
Rome-II verordening	Verordening (EG) nr. 864/2007 betreffende het recht dat van toepassing is op niet-contractuele verbintenissen (Rome-II)
r.o.	Rechtsoverweging
SER	Sociaal Economische Raad
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission (VS)
SPE	Societas Privata Europea
TCE	Transaction Cost Economics
UCC	Uniform Commercial Code
UmwG	Umwandlungsgesetz
vof	Vennootschap onder firma
VWEU	Verdrag betreffende de werking van de Europese
Unie	
WCC	Wet Conflictenrecht Corporaties
WCO II	Wet Continuïteit Ondernemingen II
WFBV	Wet op de formele buitenlandse rechtspersonen
Wft	Wet op financieel toezicht
WHOA	Wet Homologatie Onderhands Akkoord
Wft	Wet financieel toezicht
WOR	Wet op de Ondernemingsraden
WvK	Wetboek van Koophandel

SAMENVATTING

Titel:

CONTROLE OVER GRENZELOOS FINANCIEREN

*Een onderzoek naar efficiëntie van financiering van internationale concerns in
de EU en de VS;
een rechtenbenadering*

1. Controle over grenzeloos financieren

Afbakening van het onderzoek

Mijn onderzoek gaat over een internationaal concern waarbij elk concernonderdeel als rechtspersoon in het economische verkeer deelneemt. Mijn aanname is geweest dat de moeder bestuurder van de concernonderdelen en aandeelhouder is. Ik heb gekeken naar de positie van twee schuldeisers die een rechtsverhouding met een concernonderdeel aangaan. Dit is de leverancier die goederen of diensten op krediet levert aan een concernonderdeel en een bank die concernfinanciering verstrekt aan de moeder. De leverancier kan zich bij faillissement van een concernonderdeel verhalen op de activa waarvan het concernonderdeel de eigendomsrechten heeft. Een concernonderdeel kan echter zekerheidsrechten vestigen ten gunste van bijvoorbeeld de bank. De bank kan zich dan met voorrang op de zekergestelde activa van een concernonderdeel verhalen. In mijn onderzoek ben ik er verder van uitgegaan dat een bank afsprekt dat zij alle concernonderdelen contractueel kan aanspreken op nakoming van de gehele concernschuld. Mijn aanname is dat elk concernonderdeel zich hoofdelijk aansprakelijk heeft gesteld. De bank kan haar vordering dus verhalen op het gehele concern. De verhaalsmogelijkheden van de leverancier zijn beperkt tot een concernonderdeel.

Het uitgangspunt in mijn onderzoek was een concern met concernonderdelen in Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Daarbij geldt dat elk land haar eigen juridische ordening vaststelt waarbij verschillende rechtsgebieden zijn te onderscheiden, zoals het contracten-, rechtspersonen-, zekerheden- en faillissementsrecht. Het concern, de bank en een leverancier kunnen voor elk rechtsgebied te maken krijgen met een verschil in wetgeving tussen de landen. Dit brengt mee dat de partijen die in verschillende landen economische activiteiten uitvoeren voor elk land moeten nagaan wat hun rechten zijn. Dit leidt voor deze partijen tot hogere transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving tussen de landen. De lidstaten hebben zich echter georganiseerd in een groter economisch geheel, te weten de EU. De Europese wetgever (vertegenwoordigd door de

gezamenlijke lidstaten) kan binnen de rechtsgebieden uniforme regels vaststellen ter verbetering van de interne markt en om de transactiekosten per saldo te verminderen. Bij uniforme regels hebben internationaal opererende partijen niet meer te maken met een verschil in transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving.

Waarom grenzen?

Binnen de bovenstaande context komt mijn onderzoek neer op beantwoording van de vraag: waarom bestaan die grenzen? Het gaat dan over de grenzen bij de afbakening van activa in rechtspersonen (concernonderdelen) en zekerheidsrechten. Verder heb ik het over grenzen tussen de lidstaten waarbij elke land voor (onderdelen) van elk rechtsgebied eigen keuzes in de juridische ordening kan maken waardoor transactiekosten ontstaan vanwege een verschil in recht tussen de lidstaten. Dit leidt tot de vraag in hoeverre grenzeloos financieren in de EU op dit moment efficiënt is, met name door het ontbreken van een uniform recht binnen sommige rechtsgebieden in de EU. Leidt verdergaande uniformering van recht in de EU per saldo tot lagere transactiekosten?

Om een antwoord op de bovengenoemde vragen te formuleren heb ik de juridische ordening in de EU vergeleken met die van de VS. Ook in de VS delen een federale en statelijke wetgever de bevoegdheid regels vast te stellen. Toch lijkt de juridische ordening in de VS uniformer dan in de EU. Het faillissementsrecht is bijvoorbeeld federaal zoals opgenomen in de *Bankruptcy Code*. De staten in de VS hebben weliswaar zelf het rechtspersonen- en zekerhedenrecht vastgesteld, maar laten zich vooral leiden door uniforme modelwetgeving, zoals de *Model Business Association Act* (MBCA) en het zekerhedenrecht in de *Uniform Commercial Code* (UCC). Is het beter om in de EU ook tot een verdergaande uniforme juridische ordening te komen? En wat kan de EU dan van de VS leren?

2. Onderzoeksvragen

Mijn onderzoek gaat over de vraag wat de EU, en meer specifiek de Europese Commissie, kan doen om de financiering (leverancierskrediet en concernfinanciering) van internationale concerns te verbeteren. Dit komt uiteindelijk neer op een afweging van de belangen van de concernonderdelen, de bank die concernfinanciering beschikbaar stelt en de leverancier die op krediet levert. Mijn vraagstellingen heb ik als volgt geformuleerd:

- 1) *Kan de financiering door een bank van een concern dat in de EU grensoverschrijdend opereert meer efficiënt juridisch worden geregeld dan nu het geval is? Hoe verhoudt zich dat tot de positie van de leverancier (leverancierskrediet)?*
- 2) *Welke lessen kan de Europese Commissie trekken uit de regulering van de financiering door een bank van een grensoverschrijdend concern in de VS?*
- 3) *Welke maatregelen moet de Europese Commissie daartoe concreet voorstellen om de financiering door een bank van een concern dat in de EU grensoverschrijdend opereert efficiënter te reguleren?*

3. Analytisch kader: concernfinanciering als geheel van rechten bij financieringstransacties

Om na te gaan welke verbeteringen mogelijk zijn heb ik een analytisch kader uitgewerkt. Dit kader haal ik aan als de rechtenbenadering. Hieronder geef ik een uitleg. In dit analytisch kader beschrijf ik de positie van alle betrokken partijen in termen van individuele rechten. De moeder in het concern stel ik in het middelpunt die als bestuurder van de concernonderdelen moet zorgen dat de concernonderdelen economische activiteiten uit kunnen voeren. Voor het verrichten van de economische activiteiten moeten de concernonderdelen activa (gebouwen, machines, computers, vervoermiddelen en dergelijke), mensen (arbeid) en geld kunnen gebruiken. De concernonderdelen hebben met andere woorden gebruikersrechten op activa, arbeid en geld nodig. De bank levert een

gebruikersrecht op geld en de leverancier een gebruikersrecht op activa. De moeder mag het geleende geld van de bank respectievelijk de geleverde goederen en diensten van de leverancier (tijdelijk) gebruiken. Als tegenprestatie voor het beschikbaar stellen van de gebruikersrechten krijgen deze partijen recht op betaling van een bedrag. Voor de bank is dit de betaalde rente en voor een leverancier de overeengekomen prijs. Dit te betalen bedrag noem ik het inkomensrecht dat een bank respectievelijk leverancier heeft. Om de gebruikersrechten te leveren en de inkomensrechten te betalen gaan de bank respectievelijk de leverancier een contractuele verhouding aan met een concernonderdeel of de moeder. De relatie tussen een concern(onderdeel) en de bank respectievelijk de leverancier heb ik omschreven in termen van een rechtsverhouding tussen een *'principal'* en een *'agent'*. De bank respectievelijk de leverancier zijn dan de *'principal'* en het concern(onderdeel) de *'agent'*. Een *'principal'* loopt het risico dat de moeder of een concernonderdeel zich als *'agent'* opportunistisch gedraagt en het eigen belang voorop stelt ten koste van het belang van de *'principal'*. Om dit risico te beheersen willen de bank en de leverancier niet alleen een inkomensrecht, maar tevens een controlerecht. Dit kan in de vorm van zekerheden of een eigendomsvoorbehoud. De bank en de leverancier willen met andere woorden zorgen dat zij controle kunnen behouden over de rechtsverhouding met het concern om daarmee hun eigen belang te kunnen beschermen.

Financiering (concernfinanciering en leverancierskrediet) van een internationaal concern als economische eenheid door de bank en de leverancier kan ik daarmee beschrijven als een geheel van gebruikers-, inkomens- en controlerechten. De moeder moet gebruikersrechten organiseren en heeft daarvoor de bank en de leverancier nodig. Deze partijen willen in ruil daarvoor een inkomensrecht en zo veel mogelijk controlerechten. De rechten van elke partij zijn mijn uitgangspunt waarbij ik de nadruk leg op controlerechten van de bank en de leverancier. De vraag die ik stel is op welke manier de controlerechten zijn verdeeld tussen de partijen die transacties met de concernonderdelen zijn

aangegaan. De vervolgvraag is hoe de controlerechten juridisch zijn ingebed (welk rechtsgebied en onder welke voorwaarden?) in de landen in Europa en de VS. Mijn vraagstelling komt daarmee neer op een vergelijking van de controlerechten in de juridische ordening van de landen in de EU en de staten in de VS. Hoe zijn de transactiekosten tussen de partijen verdeeld? Leiden de keuzes in de vaststelling van de controlerechten in de VS per saldo tot lagere transactiekosten in vergelijking met de EU? Is de juridische ordening van de controlerechten in de VS efficiënter dan in de EU?

4. Wat brengt dat de EU?

Afweging van landen versus uniformering

Voor het antwoord op mijn onderzoeksvragen heb ik geleund op het begrip efficiëntie dat in de kern neerkomt op een afweging van de belangen van de concernonderdelen, de bank respectievelijk de leveranciers. Deze belangenafweging ligt primair bij de landen waarbij in de VS de staten over het algemeen voor een meer uniform recht hebben gekozen. In de EU maken de lidstaten hun eigen keuzes in verschillende rechtsgebieden. Voor zover een lidstaat in hun recht geen belemmering opwerpt van het vrije verkeer kan die lidstaten vasthouden aan zijn eigen afwegingen in het recht. Dat betekent wel dat er transactiekosten ontstaan vanwege een verschil in wetgeving. Deze kosten komen ten laste van partijen die in het internationale domein opereren. Deze transactiekosten zijn deels te ondervangen met een systeem van vrije rechtskeuze waarbij de partijen zelf het recht kunnen kiezen met de laagste transactiekosten voor de betrokken partijen, zoals in het rechtspersonenrecht. In het zekerhedenrecht is geen mogelijkheid van vrije rechtskeuze. Een manier om de transactiekosten weg te nemen is met uniforme regelgeving. Dit betekent dat de Europese Commissie bij het uitwerken van een voorstel voor een uniforme regeling een keuze moet maken voor een bepaald model. De Europese Commissie kan bijvoorbeeld een regeling van een bepaalde lidstaat als maatstaf nemen. De

keuze voor het model van de ene lidstaat leidt in sommige rechtsgebieden (zoals verrekening of de *actio pauliana*) niet per saldo tot lagere transactiekosten dan het andere model. Als echter blijkt dat een meerderheid van de lidstaten een bepaald model heeft gekozen dan kan de Europese Commissie betogen dat dit model per saldo tot lagere transactiekosten leidt. De minderheid van de lidstaten moet dan haar regeling aanpassen. Het afwegingskader van efficiëntie biedt geen grondslag voor het afschaffen van beperkte aansprakelijkheid in concernverband. In andere rechtsgebieden zoals het eigendomsvoorbehoud of de transparantie-eisen (zoals een registratieplicht) voor zekerheidsrechten belet artikel 345 VWEU de Europese Commissie om met een voorstel voor een uniforme regeling te komen. Zolang de Europese wetgever niet voor een uniforme regeling kiest moeten de lidstaten de transactiekosten vanwege een verschil in wetgeving accepteren.

Vergelijking met de VS

In mijn onderzoek ben ik ingegaan op de keuzes die in de EU en de VS zijn gemaakt, zoals bij herstructurering. De moeder krijgt hier, net als in de VS, een sturende rol. Uiteraard kan de EU inspiratie ontlenen aan de keuzes die in het Amerikaanse recht zijn gemaakt. Daarbij lijkt mij niet nodig de Amerikaanse wetgeving over te nemen in modelwetgeving. Op onderdelen binnen bijvoorbeeld het zekerhedenrecht kan de EU leren van de VS. Een voorbeeld is de ‘*automatic stay*’ bij herstructurering waarbij de rechten van zekerheidsnemers bij faillissement automatisch worden geschorst. In de EU blijft het aan de lidstaten te kiezen voor een automatische schorsing of niet. Dit leidt tot onnodige verschillen in het recht van de lidstaten.

De EU kan stappen zetten de financiering van een concern te verbeteren en kan daarmee verder gaan dan in de VS. In mijn onderzoek heb ik het een paar keer gehad over de gevolgen van economische afhankelijkheid tussen groepsonderdelen voor onder andere de leveranciers. De Europese Commissie kan indicatoren uitwerken om te bepalen in hoeverre concernonderdelen economisch afhankelijk van elkaar zijn. Als vaststaat dat een concern economisch geïntegreerd

is dan moet in de EU geregeld worden dat een faillissement (verplicht) gecoördineerd af wordt gehandeld vanuit bijvoorbeeld de lidstaat van vestiging van de moeder. Het recht van deze lidstaat kan dan van toepassing worden verklaard voor de afwikkeling van de faillissementen van de concernonderdelen. In de VS zijn dergelijke indicatoren niet uitgewerkt. De noodzaak om in de EU wel de economische afhankelijkheid tussen concernonderdelen is dat het risico in de EU op ondoorzichtige concernvorming in de EU groter is dan in vergelijking met de VS.

Belang van transparantie bij (stille) zekerheden

Een mogelijke inefficiëntie bij de financiering van een concern in de EU lijkt te volgen uit toepassing van artikel 345 VWEU. In dit artikel staat dat de Verdragen de regelingen van het eigendomsrecht onverlet laat. Ik heb aangegeven dat sommige lidstaten ervoor kiezen zekerheden voor derden niet transparant te maken (stille zekerheden). Dat is in mijn ogen een voorbeeld van een inefficiënte keuze, omdat dit leidt tot een onjuiste risico-inschatting door derden (*'false wealth'*). Verder heb ik in mijn onderzoek gewezen op andere mogelijke inefficiënties in het eigendoms- of zekerhedenrecht, zoals het toelaten dat een moeder een zekerheid kan vestigen voor terugbetaling van een lening van de moeder aan een concernonderdeel. Bij mijn bespreking over de reikwijdte van artikel 345 VWEU heb ik wel steeds de nadruk gelegd op het belang van transparantie. Mijn betoog is dat de Europese wetgever zo veel mogelijk transparantie van zekerheden bij de lidstaten zou moeten afdwingen. Als de Europese Raad bij (een gekwalificeerde) meerderheid van stemmen bijvoorbeeld transparantie van zekerheden als Europese norm wil vaststellen dan is een dergelijk besluit in strijd met artikel 345 VWEU. De Europese Raad stelt dan een Europese regeling vast waarmee zij de regelingen van het zekerhedenrecht van een lidstaat niet onverlet laat. Nederland kan dan immers geen stille pandrechten meer erkennen. Dit betekent dat inefficiënties vanwege een gebrek aan transparantie in de EU kunnen blijven bestaan, tenzij de betreffende lidstaat (bijvoorbeeld

Nederland) ermee instemt de inefficiëntie weg te nemen. In de VS doet zich dit niet voor. Daar geldt een uniform stelsel van zekerheden waarin eisen van transparantie staan. Uit artikel 345 VWEU volgt dus in mijn ogen dat de Europese wetgever niet zondermeer in staat is mogelijke inefficiënties, bijvoorbeeld vanwege een gebrek aan transparantie van zekerheden, weg te nemen. Dit is een verschil in vergelijking met de VS. Mijn aanbeveling is om in een Verdrag tussen de lidstaten alsnog een registratieplicht voor zekerheidsrechten op te nemen.

SUMMARY

Title:

CONTROL OVER BORDERLESS FINANCING

*Research into the efficiency of financing of international business groups in the
EU and the US; a rights-based approach*

1. Control over of borderless financing

Assumptions within the research

My research concerns an international business group in which every group entity participates as a legal entity in economic transactions. My assumption was that the parent company is director of the group entities and is also a shareholder. I looked at the position of two creditors who entered into a legal relationship with a group entity. These were the supplier who provides goods or services on credit to a group entity and a bank that provides corporate financing to the parent company. In the event of the bankruptcy of a group entity, the supplier can recover from the assets of which the group entity holds the property rights. However, a group entity can establish security rights for the benefit of, for example, the bank. In that case, the bank takes priority in the recovery of the secured assets of a group entity. In my research, I also assumed that a bank arranged that it could hold all group entities contractually liable for the entire debt of the business group. My assumption is that each group entity is jointly and severally liable. The bank can therefore recover its claim from the entire group. The supplier's options for redress are limited to a group entity.

The starting point in my research was a business group with group entities in the Netherlands, Germany and the United Kingdom. Each country establishes its own legal system in which different areas of law can be distinguished, such as the law of contracts, the law of legal entities, collateral law and bankruptcy law. For each area of law, the business group, the bank and a supplier may have to deal with a difference in legislation between the countries. This means that parties that carry out economic activities in different countries have to check for each country what their rights are. This leads to higher transaction costs for these parties due to a difference in legislation between the countries. However, the Member States have organised themselves into a larger economic entity, i.e. the EU. The European legislator (represented by the joint Member States) can establish standardised rules within these areas of law in order to improve the internal market and reduce net transaction costs. With standardised rules, internationally operating parties no

longer have to deal with a difference in transaction costs due to a difference in legislation.

Why borders?

Within the above context my research boils down to answering the question: why do these borders exist? This concerns the borders in the demarcation of assets in legal entities (group entities) and security rights. Furthermore, I am talking about borders between the countries whereby each country can make its own choices in the legal system for each area of law or part thereof, as a result of which transaction costs arise due to a difference in law between the countries. This leads to the question of the extent to which borderless financing in the EU is currently efficient, particularly due to the lack of standardised law within some areas of law in the EU. On balance, does further standardisation of law in the EU lead to lower transaction costs?

In order to formulate an answer to the above questions, I compared the legal system in the EU with that of the US. Similarly in the US, federal and state legislators share the power to lay down rules. However, the legal system in the US seems to be more standardised than in the EU. Bankruptcy law, for example, is federally governed as set out in the Bankruptcy Code. Although the states in the US have established their own legal entity law and collateral law, they are mainly guided by standardised model legislation, such as the Model Business Association Act (MBCA) and collateral law in the Uniform Commercial Code (UCC). Would it be better to establish a more far-reaching standardised legal system in the EU as well? And what can the EU learn from the US?

2. Research questions

My research is about what the EU, and more specifically the European Commission, can do to improve the financing (supplier credit and business group financing) of international business groups. This ultimately boils down to

balancing the interests of the group entities, the bank that makes business group financing available and the supplier that provides credit. I have formulated my questions as follows:

- 4) *Can the financing by a bank of a business group that operates across borders in the EU be legally regulated more efficiently than is currently the case? How does this relate to the position of the supplier (supplier credit)?*
- 5) *What lessons can the European Commission learn from the regulating of bank financing of a cross-border business group in the US?*
- 6) *What specific measures should the European Commission propose to this end in order to more effectively regulate the bank financing of a business group operating across borders in the EU?*

3. Analytical framework: Business group financing as a collection of rights in financing transactions

In order to find out which improvements are possible, I have developed an analytical framework. I call this framework the rights-based approach. Below is an explanation. In this analytical framework, I set out the position of all parties involved in terms of individual rights. I put the parent company of the business group in the centre which, as director of the group entities, has to ensure that the group entities are able to carry out economic activities. In order to carry out economic activities, the group entities must be able to use assets (buildings, machines, computers, transportation, etc), people (labour) and money. In other words, the group entities need user rights to assets, labour and money. The bank provides a user right to money and the supplier a user right to assets. The parent company may use (temporarily) the money borrowed from the bank or the goods and services provided by the supplier. In return for making the user rights available, these parties are entitled to payment. For the bank, this is the interest paid and, for a supplier, the agreed price. This amount to be paid shall be referred to as the income right of a bank or supplier. In order to deliver the user rights and

pay the income right, the bank or supplier enters into a contractual relationship with a group entity or the parent company. I have described the relationship between a group entity and the bank or supplier as a legal relationship between a *'principal'* and an *'agent'*. In that case, the bank or the supplier is the *'principal'* and the group entity is the *'agent'*. A *'principal'* runs the risk that the parent company or a group entity will behave opportunistically as an *'agent'* and put its own interests first at the expense of the interests of the *'principal'*. In order to limit this risk, the bank and the supplier not only want an income right, but also a controlling right. This can take the form of security rights or a retention of title. In other words, the bank and the supplier want to ensure that they can retain control over the legal relationship with the business group in order to protect their own interests.

Financing (business group financing and supplier credit) of an international business group as an economic unit by the bank and the supplier can therefore be described as a collection of user, income and controlling rights. The parent company has to organise user rights and needs the bank and the supplier in order to do so. In return, these parties want an income right and as many controlling rights as possible. The rights of each party are my starting point, with the emphasis on the controlling rights of the bank and the supplier. The question I then ask is how the controlling rights are distributed between the parties that have entered into transactions with the group entities. The next question is how the controlling rights are legally incorporated (which area of law and under what conditions?) in the US states and the countries in Europe. My question therefore boils down to a comparison of the controlling rights in the legal systems of the US states and the countries in Europe. How are the transaction costs shared between the parties? Do the choices made in establishing the controlling rights in the US lead to lower net transaction costs compared to the EU? Is the legal organisation of controlling rights more efficient in the US than in the EU?

4. What does that mean for the EU?

The balance between countries versus standardisation

In order to answer my research questions, I relied on the concept of efficiency, which essentially means weighing up the respective interests of the business group, the bank and the suppliers. This balancing of interests lies primarily with the countries, where in the US the states have generally opted for more standardised law. In the EU, the Member States make their own choices in different areas of law. To the extent that a Member State does not create an obstacle to free movement in their law, those Member States can retain their own legal choices. That does mean, however, that transaction costs are incurred because of a difference in legislation. These costs are borne by parties operating in the international domain. These transaction costs can be partly offset by a system of free choice of law whereby the parties themselves can choose the jurisdiction with the lowest transaction costs for the parties involved, as in the law of legal entities. Collateral law does not provide for a free choice of law. One way of eliminating transaction costs is with standardised regulations. This means, however, that the European Commission will have to choose a particular model when drawing up a proposal for standardised regulations. The European Commission may, for example, take regulations from a particular Member State as a guide. The choice of one Member State's model may not lead to lower net transaction costs than another model in some areas of law (such as set-off or *actio pauliana*). However, if it appears that a majority of Member States have chosen a particular model, the European Commission can argue that this model leads to lower net transaction costs. The minority of Member States will then have to adjust their regulations. From the perspective of efficiency there is no reason for abolishing limited liability in business groups. In other areas of law, such as retention of title or transparency requirements (such as a registration requirement) for security rights, Article 345 of the TFEU prevents the European Commission from proposing standardised regulations. As long as the European legislator does not opt for standardised

regulations, Member States will have to accept the transaction costs due to a difference in legislation.

Comparison with the US

In my study I described the choices that have been made in the EU and in the US, as in the case of restructuring. As in the US, the parent company is given a guiding role in the EU. Of course, the EU can draw inspiration from the choices made in US law. In this respect, it does not seem to me to be necessary to adopt American legislation in model legislation. The EU can learn from the US in areas such as collateral law. One example is the ‘*automatic stay*’ in the event of restructuring, whereby the rights of collateral takers are automatically suspended in the event of bankruptcy. In the EU, it remains up to the Member States whether or not to opt for automatic suspension. This leads to unnecessary differences in the laws of the Member States.

The EU can take steps to improve the financing of a business group, going further than in the US. In my research, I have mentioned on a number of occasions the impact of economic dependency between group entities on suppliers, among others. The European Commission can develop indicators to determine the extent to which group entities are economically dependent on each other. If it is established that a business group is economically integrated, then it must be regulated in the EU that a bankruptcy is dealt with in a coordinated, and possibly mandatory, manner, for example, in the country in which the parent company is located. The law of that country can then be declared applicable to the settlement of the bankruptcies of the group entities. No such indicators have been developed in the US. The need to establish economic dependence between group entities in the EU is due to the risk in the EU of non-transparent group formation in the EU being greater than compared to the US.

Importance of transparency for security rights and undisclosed security rights

A possible inefficiency in the financing of a business group in the EU seems to stem from the application of Article 345 of the TFEU. This article states that the conventions shall in no way prejudice the regulations in property law. I have indicated that some Member States choose not to make security rights transparent for third parties (undisclosed security rights). In my view, this is an example of an inefficient choice, as it leads to an incorrect risk assessment by third parties (*'false wealth'*). Furthermore, in my research I pointed out other possible inefficiencies in property or collateral law, such as allowing a parent company to establish a security right for the repayment of a loan from the parent company to a group entity. However, in my discussion on the scope of Article 345 of the TFEU, I have always stressed the importance of transparency. My argument is that the European legislator should demand as much transparency of security rights as possible from the Member States. If, for example, the European Council wants to establish transparency of security rights as a European standard by majority voting (whether qualified or otherwise), then such a decision would be contrary to Article 345 of the TFEU. The European Council would then adopt a European regulation which would not prejudice the rules of collateral law of a Member State. The Netherlands would no longer be able to recognise undisclosed pledges. This means that inefficiencies due to a lack of transparency may persist in the EU, unless the Member State concerned (e.g. the Netherlands) agrees to remove the inefficiencies. This does not happen in the US. In the US, there is a standardised system of security interests that includes transparency requirements. In my view, it therefore follows from Article 345 of the TFEU that the European legislator is not necessarily in a position to eliminate potential inefficiencies, for example due to a lack of transparency of security interests. This is a difference in comparison with the US. My recommendation is that an agreement between the Member States should include a registration requirement for security rights.

Lijst met referenties

ABI-report 2014

ABI, *Commission to study the reform of chapter 11; final report and recommendations*, 2014.

Acharya 2011

V.V. Acharya, "Ring-fencing is good, but no panacea", in: *The future of banking* (red: T. Beck), Londen: Centre for Economic Policy Research, 2011, p. 35 – 39.

Van Achterberg 1989

M.P. van Achterberg, *De juridische definitie van het economisch verschijnsel concern in het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer, 1989.

Addy 2010

C. Addy, "Fixed and floating charges over book debts – the implications of the House of Lords' decision in *Re Spectrum Plus Limited* [2005] UKHL 41, Part I", in: *International Corporate Rescue – special issue*, Hertfordshire, Chase Cambria Company (Publishing) Ltd, 2010.

Akkermans en Ramaekers 2010

B. Akkermans en E. Ramaekers, "Article 345 TFEU (ex article 295 EC), its meanings and interpretations", in: *European Law Journal*, vol. 16, no. 3, mei 2010, pp. 292 – 314.

Akkermans en Ramaekers 2011

B. Akkermans en E. Ramaekers, "Free movement of goods and property law", in: *Maastricht European Private Law Institute Working Paper*, no. 2011/26.

Alces 1993-a

P.A. Alces, "Rethinking Professor Westbrook's Two Thoughts about Insider Preferences", in: *Minnesota Law Review*, 1993, no. 77, p. 605 – 635.

Alces 1993-b

P.A. Alces, "Clearer Conceptions of Insider Preferences", in: *Faculty Publications*, no. 290, 1993, p. 1107 – 1128.

Alchian 1977

A.A. Alchian, *Economic forces at work*, Indianapolis (IN): Liberty press, 1977.

Alchian en Demsetz 1972

A.A. Alchian en H. Demsetz, "Production, Information costs and Economic organisation", in: *American Economic Review*, LXII, December 1972, p. 777 – 795.

Andrews en Millett 2011

G. Andrews en R. Millett, *Law of guarantees*, London: Sweet & Maxwell, 2011.

Annets 2010

I. Annets, "England", in: *Set-off law and practise* (ed. W. Johnston en T. Werlen), Oxford: University Press, p. 157 – 174.

Kluwer, 1994.

Arons 2017

T.M.C. Arons, “Verkenning van de internationale bevoegdheid en het toepasselijke recht bij geschillen over de aansprakelijkheid van bestuurders”, in: *Ondernemingsrecht* 2017/16, par. 138.

Van Asperen 2017

P. van Asperen, “Risico’s op staatssteun in de Elektriciteitswet 1998”, in: *NTeR* 2017, no. 5, p. 203 – 208.

Van Asperen 2018

P. van Asperen, *Suggestions for a proposal for a regulation for the applicable law on third – party effects for assignments* (COM (2018) 96 def.), zie: [Feedback from: Peter van Asperen \(europa.eu\)](#) (bezoekt op 31 december 2021).

Van Asperen 2019

P. van Asperen. “Bevoegde rechter en toepasselijk recht bij de actio pauliana”, in: *O&F* 2019/1, p. 54 – 66.

Van Asperen en Koster 2020

P. van Asperen en H. Koster, “Leveranciers van elektriciteit en warmte in financiële moeilijkheden: een verkenning van de wettelijke regelingen”, in: *O&F* 2020/4, p. 70 – 93.

Asser/Bartels & Van Velten 5 2017

S.E. Bartels & A.A. van Velten, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 5. Zakenrecht, Eigendom en beperkte rechten*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I* 2012

Asser/A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. Deel I. De verbintenis in het algemeen, eerste deel*, Deventer: Kluwer 2012.

Asser / Kramer & Verhagen 2015

Asser/X.E. Kramer & H.L.E. Verhagen, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. Internationaal Privaatrecht; Internationaal vermogensrecht*, deel 10 III, Deventer: Kluwer 2015.

Asser/Kramer & Verhagen 10-III 2022

X.E. Kramer & H.L.E. Verhagen (m.m.v. S. van Dongen), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 10. Internationaal privaatrecht. Deel III. Internationaal vermogensrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2022.

Asser/Kroeze 2-I 2021

M.J. Kroeze (m.m.v. H. Beckman en M.A. Verbrugh), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel I. De Rechtspersoon*, Deventer: Kluwer 2015.

Asser / Maeijer / Van Solinge & Nieuwe Weme 2009

Asser/ Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme, “Rechtspersonenrecht; de naamloze en besloten vennootschap”, in: *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht*, deel 2 – II*, Deventer: Kluwer, 2009.

Asser - Mijnsen - De Haan 2001

Asser – Mijnsen – De Haan, “Goederenrecht; Algemeen goederenrecht”, in: *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht*, Deventer: Kluwer, 2001.

Asser/Mijnsen, Van Velten en Bartels 5* 2008

Asser/Mijnsen, Van Velten en Bartels, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht; Deel 5. Eigendom en beperkte rechten*, Deventer: Kluwer, 2008.

Asser / Van Mierlo & Van Velten 3-VI* 2010

Asser, A.I.M van Mierlo en A.A. van Velten, “Vermogensrechten algemeen, Zekerheidsrechten”, in: *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht*, 3. *Vermogensrechten algemeen. Deel IV Zekerheidsrechten*, Deventer: Kluwer, 2010.

Asser / Van Mierlo & Krzemiński 3 – VI 2020

A.M.I. Van Mierlo en K.J. Krzemiński, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. 3. Vermogensrecht algemeen. Deel VI. Zekerheidsrechten*, Deventer: Kluwer, 2020.

Asser / Van Olfen & Rensen – 2-IIa 2019

M. van Olfen & G.J.C. Rensen, *Mr. C. Assers Handleiding tot beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Wolter Kluwer, 2019.

Asser / Sieburgh 2017

Asser, C.H. Sieburgh, “De verbintenis in het algemeen”, in: *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht*, deel 6-II, Deventer: Kluwer, 2017.

Asser/Sieburgh 6-I 2020

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel I. De verbintenis in het algemeen, eerste gedeelte*, Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Asser/Sieburgh 6-II 2021

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel II. De verbintenis in het algemeen, tweede gedeelte*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Asser/Sieburgh 6-III 2018

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel III. Algemeen overeenkomstenrecht*, Deventer: Kluwer 2018.

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme, 2-IIb 2019

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolter Kluwer, 2019.

Asser/Vonken 10-I 2018

A.P.M.J. Vonken (m.m.v. H.L.E. Verhagen, X.E. Kramer & S. van Dongen), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 10. Internationaal privaatrecht. Deel I. Algemeen deel IPR*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Assink 2007

B.F. Assink, “Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag”, in: *Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht*, no. 59, Deventer: Kluwer, 2007.

Ayotte 2015

K. Ayotte, “The double-edged sword of withdrawal rights”, 2015 (http://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/research/Ayotte_April2015.pdf; bezocht februari 2017).

Ayotte 2016

K. Ayotte, *Disagreement and capital structure complexity*, 2016 (nng; <file:///C:/Users/pc/Downloads/paper-ayotte---disagreement-and-capital-structure-complexity-10-5-16.pdf>; bezocht februari 2017).

Bainbridge 2002

S.M. Bainbridge, *Corporation law and economics*, New York: Foundation Press, 2002.

Bainbridge 2003

S.M. Bainbridge, “The creeping federalization of corporate law”, in: *Regulation*, vol. 26, no. 1, 2003, p. 32 – 39.

Bainbridge 2007

S.M. Bainbridge, “Much ado about little? Directors’ fiduciary duties in the vicinity of insolvency”, in: *Journal of Business & Technology Law*, vol. 1, issue 2, 2007.

Bainbridge en Henderson 2016

S.M. Bainbridge en M.T. Henderson, *Limited liability: A legal and economic analysis*, Cheltenham (UK): Edward Elgar Publishing ltd, 2016.

Baird en Jackson 1988

D.G. Baird en T.H. Jackson, “Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule”, in: *55 University of Chicago Law Review*, 1988, p. 738 – 789.

Baird 2005

D.G. Baird, “Substantive consolidation today”, in: *Boston College Law Review*, vol. 47, 2005.

Baird en Casey 2013

D.G. Baird en A.J. Casey, “No exit? Withdrawal rights and the law of corporate reorganizations”, in: *Columbia Law Review*, vol. 13, no. 1, 2013.

Baird en Rasmussen 2006

D.G. Baird en R.K. Rasmussen, “Private debt and the missing lever of corporate governance”, in: *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 154, 2006, p. 1209 – 1251.

Von Bar en Drobnig 2002

C. von Bar en U. Drobnig, *Study on property law and non-contractual liability as they relate to contract law*, 2002 (ingediend bij de Europese Commissie met nummer SANCO B5-1000/02/000574).

Barneveld, Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (VDHI nr. 120) 2014

J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders. Een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht (Serie Van der Heijden Instituut nr. 120) (diss. Amsterdam UvA)*, Deventer: Kluwer 2014.

Barneveld 2014

J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders: een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht*, Deventer: Kluwer, 2014.

Barneveld en Corpeleijn 2014

J. Barneveld en F. Corpeleijn, “Financiering met risicomijdend vermogen? Over de aandeelhouderslening in faillissement”, in: *TvL* 2014/39, p. 208 – 218.

Bartman en Dorresteyn 2006

S.M. Bartman en A.F.M. Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer, 2006.

Bartman 2015

S.M. Bartman, “De ondergang van Imtech”, in: *Ondernemingsrecht* 2015/106.

Bartman, Dorresteyn en Olaerts 2016

S.M. Bartman en A.F.M. Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer, 2016.

Bartman & Dorresteyn/Olaerts, Van het concern 2020

S.M. Bartman en A.F.M. Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer, 2020.

Bartman 2012

S.M. Bartman, “Draaplicht en draagplichtverdeling bij concernfinanciering: een kwestie van profijt of van solidariteit”, in: *ArsAequi*, 2012.

Bartman 2016

S.M. Bartman, “Hoge Raad weet zich niet goed raad met het concern”, in: *Ondernemingsrecht* 2016/77, afl. 10/11, augustus 2016, p. 365 – 370.

Bartstra, De Weijts en Jonkers 2020

W.J. Bartstra, R.J. de Weijts en A.L. Jonkers, “WHOA-Priority Rule en WHOA-initiatiefrechten: Gaten in schuldeiserbescherming bij reorganisaties”, in: *TvI* / 15 2020, p. 96 – 108.

Barzel 1989

Y. Barzel, *Economic analysis of property rights*, Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

Barzel 1997

Y. Barzel, *Economic analysis of property rights*, Cambridge: Cambridge University Press, 1997.

Basedow 2006

J. Basedow, “Lex mercatoria and the private international law of contracts in economic perspective”, in: *An economic analysis of private international law* (ed. J. Basedow en T. Kono), Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, p. 57 – 72.

Bauer en Stürner 2009

J.F. Bauer en R. Stürner, *Sachenrecht*, München: Verlag C.H. Beck, 2009.

Bebchuk 1980

L.A. Bebchuk, “The pursuit of a bigger pie: Can everyone expect a bigger slice?”, in: *Hofstra Law Review*, vol. 8, 1980, p. 671 – 708.

Bebchuk en Fried 1997

L. A. Bebchuk en J.M. Fried, “The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy: further thoughts and a reply to critics”, in: *Cornell Law Review*, vol 82, 1997.

Bebchuk en Roe 1999

L. A. Bebchuk en M.J.Roe, “A theory of path dependence in corporate ownership and governance”, in: *Stanford Law Review*, vol. 52, issue 127, 1999.

Beckman 2004

H. Beckman, “Minimumkapitaal, aansprakelijkheid en publiciteit: wat moet de crediteur hiermee?”, in: *Ondernemingsrecht*, 2004 – 7.

Berends 2005

A.J. Berends, *Insolventie in het internationaal privaatrecht*, 2005.

Berger en Udell 2006

A.Berger en G. Udell, “A more complete framework for SME finance, in: *Journal of Banking and Finance*, no. 30 (11), 2006, p. 2945 – 2966.

Berglöf, Rosenthal en Von Thadden 2001

E. Berglöf, H. Rosenthal en E.L.von Thadden “The Formation of Legal Institutions for Bankruptcy: A Comparative Study of the Legislative History.” Background paper for the World Development Report, The World Bank, 2001.

Bergström, Eisenberg en Sundgren 2004

C. Bergström, T. Eisenberg en S. Sundgren 2004, “On the Design of Efficient Priority Rules for Secured Creditors: Empirical Evidence from A Change in Law”, in: *European Journal of Law and Economics*, no. 18, 2004, p. 273–297.

Biemans, Opraus en Witting 2015

J.W.A. Biemans, L.S. Opraus en M.E. Witting, “De strijd om bodemzaken in faillissement: twee rechtsontwikkelingen in perspectief”, in: *TvI* 2015/45.

BIICL 2006

British Institute of International Comparative Law (BIICL), *Study on the question of effectiveness of an assignment or subrogation of a claim against third parties and the priority of the assigned or subrogated claim over a right of another person* (final report), 10 januari 2006.

Bijlsma, Van Veldhuizen en Vogt 2015

M. Bijlsma, S. van Veldhuizen en B. Vogt, “Een wereld zonder banken; Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief”, in: *CPB Policy Brief*, 2015/14.

Bil 2019

T.V.L. Bil, “De pauliana in het Europese internationaal privaatrecht”, in: *MvO* 2019, no. 8 – 9, p. 242 – 250.

Bjerre 1999

C.S. Bjerre, “Secured Transactions inside out: negative pledge covenants property and perfection”, in: *Cornell Law Review*, vol. 84, issue 2, January 1999, p. 306 – 393.

Black 2007

L.S. Black, *Why corporations choose Delaware*, Dover: Delaware Department of State, 2007.

Blanchard en Fischer 1989

O.J. Blanchard en S. Fischer, *Lectures on macroeconomics*, Cambridge: MIT Press, 1989.

Blanco Fernández 2018

J.M. Blanco Fernández, “Wat is de vennootschap en wat behoort het vennootschapsrecht te zijn”, in: *Ondernemingsrecht* 2018/29.

Bloembergen e.a. 2001

A.R. Bloembergen, “Rechtshandelingen en overeenkomst”, in: *Studiereeks Burgerlijk recht*, Deventer: Kluwer, 2001.

Bloemink 2019

R. Bloemink, “Zekerheidsrechten vanuit rechtseconomisch perspectief”, in: *MvV*, no. 2, 2018, p. 50 – 60.

Blomkwist, *Borgtocht*(Mon. BW nr. B78) 2012

J.W.H. Blomkwist, *Borgtocht*(Monografieën BW nr. B78), Deventer: Kluwer 2012.

Bouwman 2001

J.N. Bouwman, *Wegwijs in de vennootschapsbelasting*, Den Haag: Koninklijke Vermande, 2001.

Brasher 2006

A.Brasher, “Substantive consolidation: a critical examination”. (http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/papers/Brudney2006_Brasher.pdf; bezocht september 2015).

Bratton 1989

W.W. Bratton, “Nexus of contracts corporation: a critical appraisal”, in: *74 Cornell L. Review* 407 (1989).

Brealey, Myers en Allen 2011

R.A. Brealey, S.C. Myers en F. Allen, *Principles of corporate finance; Global edition*, New York: McGraw-Hill/Irwin, 2011.

Brunner en De Jong 1999

C.J.H. Brunner en G.T. de Jong, “Verbintenissenrecht algemeen”, in: *Studiereeks Burgerlijk recht*, Deventer: Kluwer, 1999.

Boeve 2007

G.G. Boeve, *Eigendomsvoorbehoud buiten en in faillissement*, Tilburg: Celsus juridische uitgeverij, 2007.

Bosker 2018

T.R. Bosker, “Derdenwerking van cessie in een internationale context”, in: *Bb*, 2020/74, p. 371 – 375.

Bogdan 2012

M. Bogdan, *Concise introduction to EU Private International Law*, Groningen: Europa Law Publishing, 2012.

Boot 2011

A.W.A. Boot, “Destabilising market forces and the structure of banks going forward”, in: *The future of banking* (red: T. Beck), Londen: Centre for Economic Policy Research, 2011, p. 29 – 34.

Boot 2012

A.W.A. Boot, “Naar een structuurverandering in de financiële crisis”, in: *Lessen uit de crash; een antwoord op de financiële crisis* (red. F. Becker, M. Hurenkamp en P. Kalma), Amsterdam: Uitgeverij Bert Bakker, 2021, p. 110 – 135.

Boot 2013

A.W.A. Boot, “Transactiemaatschappij en financiële markten: op zoek naar een nieuwe balans”, in: *Topics in corporate finance*, nr. 22, 2013.

Boot en Ligterink 2000

A.W.A. Boot en J.E. Ligterink, *Faillissementswetgeving en economische efficiëntie*, 2000 (via UvA – DARE).

Boot en Verheyen 1997

A.W.A. Boot en P.A. Verheyen, *Financiering en macht; van financiële structuur tot beheersstructuur*, Kluwer bedrijfsinformatie, 1997.

Bouckaert 2006

B. Bouckaert, “Divergences of the law. A law and economics approach”, in: *Divergences of property law, an obstacle to the internal market* (Drobnig, Snijders en Zippo (red.)), München: Sellier, 2006, p. 175 – 193.

Boude 2004

R.F. Boude, “Secured transactions in personal property in the United States”, in: *Cross-border security and insolvency* (ed. M. Bridge en R. Stevens), Oxford: University press, 2004, p. 45 – 58.

Bouwman 2001

J.N. Bouwman, *Wegwijs in de Vennootschapsbelasting*, Den Haag: Koninklijke Vermande, 2001.

Bridge 2004

M. Bridge, “English conflicts rules for transfers of movables: a contract-based approach”, in: *Cross-border security and insolvency* (ed. M. Bridge en R. Stevens), Oxford: University press, 2004, p. 123 – 143.

Bridge 2009

M. Bridge, “England and Wales”, in: *Cross-border securities over receivables* (ed: H.C. Sigman en E-M Kieninger), München: European law publishers, 2009, p. 147 – 180.

Bruce 2012

M. Bruce, *Rights and duties of directors*, West Sussex: Bloomsbury, 2012.

Bufford 2006

S.L. Bufford, “International insolvency case venue in the European Union: the Parmalat and Daisytek controversies”, in: *Columbia journal of European Law*, vol. 12, no. 2, 2006.

Burrows 2013

A. Burrows, *English Private Law*, Oxford: University Press, 2013.

Butler 2010

K.C. Butler, *Multinational finance*, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd, 2010.

Van Buuren 2008

R. van Buuren, “Een overzicht van de theorie en praktijk – deel II (slot); Nederlandsrechterlijke aspecten bij een kredietovereenkomst”, in: *Tijdschrift voor de ondernemingspraktijk*, p. 212 – 219, nummer 6, september 2008.

Cahn en Donald 2010

A. Cahn en D.C. Donald, *Comparative company law; text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge: University Press, 2010.

Cahn en Donald 2018

A. Cahn en D.C. Donald, *Comparative company law; text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA*, Cambridge: University Press, 2018.

Calnan 2004

R. Calnan. “Taking security in England”, in: *Cross-border security and insolvency* (ed. M. Bridge en R. Stevens), Oxford: University press, 2004, p. 17 – 44.

Carney en Shepherd 2008

W.J. Carney en G.B. Shepherd, “The mystery of Delaware law’s continuing success”, in: *Emery Law and Economics Research Paper*, no. 7, 2008.

Chandler 1994

A.D. Chandler, “Scale and scope; The dynamics of industrial capitalism”, London: Harvard University Press, 1994.

Chang en Smith 2019

Y. Chang en H.E. Smith, “Convergence an divergence in systems of property law”, in: *Law & economic research paper series working paper*, no. 19 – 03, 2019.

Cheng 2011

T.K. Cheng, “The corporate veil doctrine revisited: a comparative study of the English and the US corporate veil doctrines”, in: *Boston college international and comparative law review*, vol. 34, issue 2, 2011, p. 329 – 412.

Cheng 2014

T.K. Cheng, “An Economic Analysis of Limited Shareholder Liability in Contractual Claims”, in: *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 11:1, 2014, p. 116 – 180.

Chung en Kaplan 2020

J.S.H. Chung en G.L Kaplan, “An Overview of Debtor in Possession Financing”, in: *Lending & Secured Finance*, 2020, p. 120 – 123.

Claessens en Klapper 2005

S. Claessens en L.F. Klapper, “Bankruptcy around the world: explanations of its relative use”, in: *American law and economics review*, vol. 7, no. 1, 2005, p. 253 – 283.

Coase 1937

R.H. Coase, “The nature of the firm”, in: *Economica*, New Series, Volume 4, no. 16, november 1937, p. 386 – 405.

Coase 1960

R.H. Coase, “The problem of social cost”, in: *Journal of Law and Economics*, III (1), oktober 1960, p. 1 – 44.

Coase 1992

R.H. Coase, “The institutional structure of production”, in: *University of Chicago Law Occasional Paper*, no. 28, 1992.

Cohn 2010

J.Cohn, “United States of America”, in: *Set-off law and practise* (ed. W. Johnston en T. Werlen), Oxford: University Press, p. 535 – 549.

Cole 2010

R. Cole, “Bank credit, trade credit or no credit: evidence from the surveys of small business finances”, in: *US Small business Administration economic research study*, 2010.

Coleman 1980

J.L. Coleman, “Efficiency, utility and wealth maximation”, in: *Hofstra Law Review*, vol. 8, 1980, p. 509 – 551.

Colpan en Hikino 2010

A.M. Colpan en T. Hikino, “Foundations of business groups: towards an integrated framework”, in: *The Oxford Handbook of Business Groups* (red. A.M. Colpan, T. Hikino en J.R. Lincoln), Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 15 – 66.

Colpan en Hikino 2016

A.M. Colpan en T. Hikino, “Diversified business groups in the West: history and theory”, in: *Harvard Business School research paper*, no. 17-035, 2016.

Colpan en Hikino 2018-a

A.M. Colpan en T. Hikino, “Introduction: Business groups re-examined”, in: *Business groups in the West; Origins, Evolution and Resilience*, (ed. A.M. Colpan en T. Hikino), Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 3 - 25.

Colpan en Hikino 2018-b

A.M. Colpan en T. Hikino, “The evolutionary dynamics of diversified business groups in the West”, in: *Business groups in the West; Origins, Evolution and Resilience*, (ed. A.M. Colpan en T. Hikino), Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 26 - 69.

Couwenberg en De Jong 2006

O. Couwenberg en A. de Jong, “It takes two to tango: an empirical tale of distressed firms and assisting banks”, in: *International Review of Law and Economics*, no. 26, 2006, p. 429 – 454.

Couwenberg 2019

O. Couwneberg, *Onderrnemingswaardering en financiering*, Groningen: Rijksuniversiteit Groningen, 2019.

CPB 2015

CPB, “Alternatieve financieringsbronnen nodig; Banken blijven belangrijk”, in: *CPB Policy brief*, 2015/14.

Cressy 2012

R. Cressy, “Funding gaps”, in: *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 255 – 304.

Cuñat en García - Appendini 2012

V. Cuñat en E. García – Appendini, “Trade credit and its role in entrepreneurial finance”, in: *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 526 – 557.

Curie 1963

B. Curie, *Selected essays on the conflict of laws*, Durham (NC), Duke University Press, 1963.

Dalhuisen 2007

J.H. Dalhuisen, *Dalhuisen on transnational and comparative commercial, financial and trade law*, Oxford: Hart Publishing, 2007.

Dalhuisen 2018

J.H. Dalhuisen, “Wat is de toekomst voor het Nederlandse vermogensrecht in een globaliserende wereld en hoe moeten wij ons die toekomst voorstellen?”, in: *Nederlands tijdschrift voor handelsrecht*, 2018 – 3.

Dalhuisen 2021

J.H. Dalhuisen, “Harmonization of Substantive Insolvency Law in the EU”, in: *MvV* 2021, no. 5, p. 159 – 165.

Davis en Peltason 2004

S. Davis en J.W. Peltason, *Corwin and Peltason’s Understanding the Constitution*, Toronto: Thomson, 2004.

Davydenko en Franks 2008

S.A. Davydenko en J.R. Franks, “Do bankruptcy coders matter? A study of defaults in France, Germany and the UK”, in: *The journal of finance*, vol. LXIII, no. 2, 2008, p. 565 – 608.

Dearborn 2009

M. Dearborn, “Enterprise liability: reviewing an revitalizing liability for corporate groups”, 97, *California Law Review*, 195, 2009, p. 195 – 261.

Dembiermont, Drehmann en Muksakunratana 2013

C. Dembiermont, M. Drehmann en S. Muksakunratana, “How much does the private sector really borrow? A new database for total credit to the private non-financial sector”, in: *BIS Quarterly Review*, maart 2013.

Demsetz 1967

H. Demsetz, “Towards a theory of property rights”, in: *The American Economic Review*, volume 57, issue 2, mei 1967, p. 347 – 359.

De Tocqueville 2011 (oorspronkelijke druk 1835 en 1840)

A. de Tocqueville, *Over de democratie in Amerika* (integrale editie), Rotterdam: Lemniscaat, 2011 (oorspronkelijke druk 1835 en 1840).

Diamant 2021

Y. Diamant, “Europese ontwikkelingen in het insolventierecht; Een civielrechtelijk perspectief”, in: *MvV*, no. 6, 2021, p. 230 – 239.

Van Dijck 2006-a

G. van Dijck, *De faillissementspauliana; revisie van een delict*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers, 2006.

Van Dijck 2006-b

G. van Dijck, “Forum – Het afzwakken van voorrangsposities van banken”, in: *Tijdschrift voor Insolventierecht*, 12(2), 2006, p. 57-58.

Djankov, Hart, McLiesh, Shleifer 2008

S. Djankov, O. Hart, C. McLiesh en A. Sheifer, “Debt enforcement around the world”, in: *Journal of political economy*, vol. 116, no. 6, p. 1105 – 1149.

Dorresteijn en Van het Kaar 2015

A.F.M. Dorresteijn en R.H. van het Kaar, “De juridische organisatie van de onderneming”, in: *Fiscale studieserie*, nr. 21, Deventer: Kluwer, 2015.

Van der Drift en Durlingen 2020

Mr. F. van der Drift & mr. K.B.G. Durlinger, “De positie van de noodfinancier onder de WHOA – voldoende comfortabel?”, in: *TvI* 2020/43, p. 314 – 321.

Drobnig 2004

U. Drobnig, “German conflict rules on security interests in movable assets”, in: *Cross-border security and insolvency* (ed. M. Bridge en R. Stevens), Oxford: University press, 2004, p. 145 – 158.

D’Hulster en Okter-Robe 2015

K. D’Hulster en I. Okter-Robe, “Ring-fencing cross-border banks: an effective supervisory response?”, in: *Journal of banking regulation*, 2015.

Eijkelenboom 2016

E. Eijkelenboom, “The Informal Company Law Expert Group: “Report on information on groups”, in: *Ondernemingsrecht* 2016/80.

Ekelund en Hébert 1990

R.B. Ekelund en R.F. Hébert, *A history of economic theory and method*, New York: McGraw-Hill publishing company, 1990.

Enriques 2005

L. Enriques, “EC company law directives ad regulations: how trivial are they?”, in: *Law Working papers*, no. 39, 2005.

Enriques en Gelter 2008

L. Enriques en M. Gelter, “How the old world encountered the new one: regulatory competition and cooperation in de European Corporate and Bankruptcy law”, *Discussion Paper Harvard Law School*, no. 19, 2008.

Enriques 2017

L. Enriques, “A harmonized European company law: are we there already?”, in: *International and comparative law quarterly*, no. 66, 2017, p. 763 – 777.

Emmerich en Sonnenschein 1997

V. Emmerich en J. Sonnenschein, “Konzernrecht”, in: *Juristische Kurz - Lehrbücher*, München: Verlag C.H. Beck, 1997.

Van Erp 2009

J.H.M. van Erp, “Huidig en toekomstig Europees Zekerhedenrecht”, in: *Zekerhedenrecht in ontwikkeling*, Den Haag: Sdu, 2009, p 231 – 268.

Faber 2005

N.E.D. Faber, *Verrekening*, Deventer: Kluwer, 2005.

Fairfax 2005

L.M. Fairfax, “Sarbanes – Oxley, corporate federalism and the declining significance of federal reforms on state director independence standards”, in: *Ohio Northern University Law Review*, no. 381, 2005, p. 381 – 415.

Faure en De Smedt 2001

M.G. Faure en K. De Smedt, “Harmonisatie van milieuaansprakelijkheid in de Europese Unie: een rechtseconomische analyse.”, in: *Tijdschrift voor Milieurecht*, 2001, p. 356 – 365.

Fawcett en Carruthers 2008

J. Fawcett en J.M. Carruthers, *Cheshire, North & Fawcett; Private International Law*, New York: Oxford University Press, 2008.

Feenstra e.a. (red.), Wet Homologatie Onderhands Akkoord (Insolad Jaarboek 2021) 2021

R. F. Feenstra e.a. (red.), *Wet Homologatie Onderhands Akkoord (Insolad Jaarboek 2021)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Flessner en Verhagen 2006

A.Flessner en H. Verhagen, *Assignment in European private international law; claims as property and the European Commission's 'Rome I proposal*, München: Sellier, European law publisher, 2006.

Flessner 2011

E. Flessner, “Between articles 14 and 27 of Rome – I: how to interpret a European regulation on conflict of laws”, in: *Party autonomy in international property law*, München: Sellier, European law publisher, 2011, p. 207 – 224.

Forum Europaeum on Company Groups 2015

Forum Europaeum on Company Groups 2015, Proposal to Facilitate the Management of Cross-Border company Groups in Europe, ECFR 2/2015, p. 300 – 306.

Foss 2010

N.J. Foss, “Property rights economics”, in: *The Elgar companion to transaction cost economics* (ed. P.G. Klein en M.E. Sykuta), Cheltenham (UK): Edward Elgar Publishing ltd, 2010, p. 92 – 103.

Franks en Sussman 2005

J. Franks en O. Sussman, “Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies”, in: *Review of Finance*, vol. 9, 2005, p. 65 – 96.

Fukuyama 2022

F. Fukuyama, *Liberalism and its discontent*, London: Profile Books Ltd, 2022.

Furubotn en Richter 1991

E.G. Furubotn en R. Richter, “The new Institutional Economics: An assessment”, in: *The new institutional economics* (red. E. G. Furubotn en R. Richter), Texas: Texas A&M Press, 1991, p. 1 – 32.

Van Galen 2017

R.J. van Galen, “De herziene Europese Insolventieverordening”, in: *Ondernemingsrecht 2017/3*.

Van Galen 2017

R.J. van Galen, “Het Europese initiatief voor herstructurerings in een vroeg stadium: de ontwerprichtlijn van 22 november 2016”, in: *TvI 2017/39*, p. 232 – 242.

Van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law 2021*.

R.J. van Galen, *An Introduction to European Insolvency Law*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Gelter en Roth 2007

M. Gelter en J. Roth, “Subordination of shareholders loans from a legal and economic perspective”, in: *CESifo DICE Report*, no. 2, 2007, p. 40 – 47.

Geroski 1998

P.A. Geroski, “Thinking creatively about markets”, in: *International Journal of Industrial Organisation*, 16, p. 677 – 695.

Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet, O&R, no. 117, 2019*

K.W.C. Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet, Onderneming en recht, no. 117*, Deventer: Wolter Kluwer 2019.

Geurts 2021

K.W.C. Geurts, “De verlengde voorrangpositie van de leverancier bij doorverkoop in het Belgische en Nederlandse recht”, in: *NTBR 2021/20*, p. 156 – 162.

Gevurtz 2010

F.A. Gevurtz, *Corporation law*, St. Paul: Thomson Reuters, 2010.

Ghio e.a. 2021

E. Ghio e.a., “Harmonising insolvency law in the EU: New thoughts on old ideas in the wake of the COVID-19 pandemic”, in: *International Insolvency Review*, 2021.

Goodrich 1951

H.F. Goodrich, “The story of the American law institute”, in: *Washington University Law Quarterly*, vol. 1951, number 3, juni 1951.

Gower en Davies 2012

P.L. Davies en S. Worthington, *Principles of modern company law*, London: Sweet en Maxwell, 2012.

Graulich 2006

T.E. Graulich, “Substantive consolidation – a post modern trend”, in: *ABI Law Review*, vol. 14, p. 527 – 566, 2006.

Grossman en Hart 1986

S.J. Grossman en O.D. Hart, “The cost and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration”, in: *Journal of political economy*, 94 (4), augustus 1986, p. 691 – 719.

Grundmann, Micklitz en Renner 2021

S. Grundmann, H-W. Micklitz en M. Renner, *New private law theory; A pluralist approach*, Cambridge: Cambridge University Press, 2021.

Goode 2003

R. Goode, *Legal Problems of credit and security*, Londen: Sweet & Maxwell, 2003.

Goode 2010

R. Goode, *Goode on commercial law* (ed. E. McKendrick), Londen: Penguin Group, 2010.

Goode 2011

R. Goode, *Principles of corporate insolvency law*, Londen: Sweet & Maxwell, 2011.

Goode 2016

R. Goode, *Goode on commercial law* (red. E. McKendrick), Londen: Penguin books, 2016.

Goode en Gullifer 2017

R. Goode en L. Gullifer, *Goode and Gullifer on legal problems of credit and security*, Londen: Sweet & Maxwell, 2017.

Goyder en Albors-Llorens 2009

J. Goyder en A. Albors-Llorens, *Goyder’s EC Competition law*, Oxford: University Press, 2009.

Giuliano / Lagarde 1980

M. Giuliano en P. Lagarde, “Report on the Convention on the law applicable to contractual relations”, in: *Official journal* (C 282), 1980.

Van Haaren 2014

M.I. van Haaren, “De fiscale eenheid niet EU-proof?”, in: *NtER*, nr. 8, 2014.

Haag 2010

H. Haag, “Germany”, in: *Set-off law and practise* (ed. W. Johnston en T. Werlen), Oxford: University Press, p. 201 – 218.

Haentjes 2020

M. Haentjes, “Rondom het nieuws; corona, krediet en kapitalisme”, in: *Tijdschrift voor Financieel recht*, nr. 5, 2020.

Hamwijk 2014

D.J.Y. Hamwijk, *Publicity in secured transactions law; Towards a European public notice filing system for non-possessory security rights in movable assets?*, Rotterdam, Optima Grafische Communicatie, 2014.

Hanegraaf 2019

C.E.J.M. Hanegraaf, “Over maatschappelijke betamelijkheid, bestuurdersaansprakelijkheid, persoonlijk ernstig verwijt én...de stelplicht”, in: *Bb* 2019/90.

Hanegraaf 2020

C.E.J.M. Hanegraaf, “De toeïgening van corporatie opportuniteiten door opportunistische betsuurders”, in: *Bb* 2020/6.

Hanegraaf 2021

C.E.J.M. Hanegraaf, “Concerns over de concernenquête. Een bespreking van ECLI:NL:HR:2020:478 (SNS) en ECLI:NL:HR:2020:479 (SNS)”, in: *Bb* 2021/14.

Hansmann en Kraakman 2000-a

H. Hansmann en R. Kraakman, *The end of history of corporate law*, 2000.

Hansmann en Kraakman 2000-b

H. Hansmann en R. Kraakman, “The essential role of organizational law”, in: *Harvard Law school John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, paper, 284, 2000.

Hansmann en Kraakman 2002

H. Hansmann en R. Kraakman, “Property, contract, and verification: the numerus calusus and the divisibility of rights”, in: *Journal of legal studies*, vol. XXXI, juni 2002.

Hansmann, Kraakman en Squire 2005

H. Hansmann, R. Kraakman en R. Squire, “Law and the rise of the firm”, in: *Harvard Law Review*, vol. 119, p. 1335 – 1403, 2005.

Hansmann en Ayotte 2012

H. Hansmann en K. Ayotte, “Legal entities as transferable bundles of contract”, in: *Faculty scholar papers*, no. 3597, 2012.

Hansmann 2014

H. Hansmann, “All firms are cooperatives – and so are governments”, in: *Journal of Entrepreneurial and organizational diversity*, volume 2, issue 2 (2013), 7 januari 2014.

Hansmann en Squire 2017

H. Hansmann en R. Squire, “External and internal asset partitioning: corporations and their subsidiaries”, in: *The Oxford handbook of corporate law and governance*, Oxford: Oxford University Press 2017.

Harris en Mooney 1994

S.L. Harris en C.W. Mooney, "A Property-Based Theory of Security Interests: Taking Debtor's Choices Seriously", in: *Faculty Scholarship at Penn Law*, vol. 80, 1994, p. 2021 – 1272.

Harmsen & Reumers (red.), De WHOA van wet naar recht (R&P nr. InsR18) 2021

C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Hart 1995

O. Hart, *Firms contracts and financial structure*, Oxford: Clarendon Press, 1995.

Hart 2000

O.Hart, "Different approaches to bankruptcy", in: *NBER Working Paper*, no. 7921, 2000.

Hart 2017

O. Hart, "Incomplete contracts and control", in: *American Economic Review*, 107 (7), 2017, p. 1731 – 1752.

Hart en Moore 1990

O. Hart en J. Moore, "Property rights and the nature of the firm", in: *Journal of political economy*, 98(6), December 1990, p. 1119 – 1158.

Hart en Moore 2008

O. Hart en J. Moore, "Contracts as reference points", in: *Quarterly journal of economics*, vol. CXXIII, 2008.

Heesterbeek 2021

K.W.G. Heesterbeek, "Concernfinanciering en hoofdelijkheid: welke draagplichtformule heeft de beste kaarten?", in: *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, no. 3, 2021, p. 4 – 10.

Hekman en Koning Gans 2012

T. Hekman en J. de Koning Gans, "Ongewenste paulianadreiging voor redders in nood", in: *Onderneming en financiering* 2012 (20), 4, p. 5 – 16.

Henkel 2014

C. Henkel, "Personal guarantees and sureties between commercial law and consumers in the United States", in: *The American Journal of comparative law*, 2014.

Heilbron 2011

M.A. Heilbron, "Bezitloze zekerheidsrechten op roerende zaken naar Nederlands, Duits en Amerikaans recht Is het mogelijk en wenselijk een Europees openbaar register voor bezitloze zekerheidsrechten op roerende zaken te creëren?", in: *Vermogensrechtelijke Analyses*, no. (8) 2, 2011.

Hicks 1939

J.R. Hicks, “The foundations of welfare economics”, in: *The Economic Journal*, vol. 49, no. 196, p. 696-712, December 1939.

Hicks 1967

W.F.M. Hicks, “Uniformity: uniformity of the Commercial Code”, in: *Boston College Law Review*, vol. 8, issue 3, 1967.

Hill en Chong 2010

J. Hill en A. Chong, *International commercial disputes; Commercial conflict of laws in English courts*, Oxford: Hart Publishing, 2010.

Van Hoek 2020

A.A.H. van Hoek, “Feniks – over ficties in het bevoegdheidsrecht”, in: *Ars Aequi*, 2020, p. 77 – 87.

Hoff 2009

G.T.J Hoff, “De aandeelhouder als schuldeiser: een ongenode gast?”, in: *Curatoren en crediteuren, Insolad Jaarboek* (red. I. Spinath, J.E. Stadig en M. Windt), 2009, p. 19 – 38.

Von Hoffman en Thorn 2007

B. von Hoffman en K. Thorn, *Internationales Privatrecht*, München: C.H. Beck, 2007.

Hofstede 2002

G. Hofstede, *Allemaal andersdenkenden; omgaan met cultuurverschillen*, Amsterdam: Uitgeverij contact, 2002.

Van Hooff 2021

J.E.P.A. van Hooff, “Selectieve betaling”, in: *Ondernemingsrecht*, 2021/123, p. 771 – 785.

Hoops 2020

B. Hoops, “De Duitse verlängerte Eigentumsvorbehalt in Nederland – wél geldig, maar niet altijd even effectief”, in: *WPNR* no. 7304, 2020, p. 860 – 868.

Hopt 2015

K.J. Hopt, “Groups of Companies A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups”, in: *Law Working Paper*, nr. 286/2015.

Hüffer 2007

U. Hüffer, “Gesellschaftsrecht”, in: *Schriftreihe der Juristischen Schulung*, Band 57, München: Verlag C.H. Beck, 2007.

Hughes en Melia 2021

P. Hughes en A. Melia, “Parent Company Influence over Group Compliance Policies”, in: *Insights*, vol. 25, issue 6, 2021.

Huidekoper en Van de Wetering 2013

W.W. Huidekoper en B.J.M. van de Wetering, “Lex rei sitae bij verpanding van roerende zaken; periodiek supplement bij de pandakte of verpanding onder opschortende voorwaarde?”, in: *V&O*, no. 6, 2013.

Huizink 2016

J.B. Huizink, “Rechtspersoon, vennootschap en onderneming”, in: *Studiereeks Burgerlijk Recht*, Deventer: Wolters Kluwer, 2016.

Huizink, Insolventie 2021.

J.B. Huizink, *Insolventie*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Iacobucci en Triantis 2007

E.M. Iacobucci en G.G. Triantis, “Economic and legal boundaries of firms”, in: *Virginia Law Review*, vol. 93, no. 3, mei 2007.

ICLEG 2016

The Informal Company Law Expert Group (ICLEG), *Report on information on groups*, 2016.

INSOL Europe 2012

INSOL Europe, *Revision of the European Insolvency Regulation*, 2012.

Israel 2001

J.I. Israel, *Radical enlightenment; philosophy and the making of modernity 1650 -1750*, Oxford: Oxford University Press, 2001.

Jackson en Kronman 1979

T.H. Jackson en A.T. Kronman, “Secured financing and priorities among creditors”, in: *The Yale School Journal*, vol. 88, 1979, p. 1143 – 1182.

Jäkel 2004

B. Jäkel, “Outlines of security interests under German law”, in: *Cross-border security and insolvency* (ed. M. Bridge en R. Stevens), Oxford: University press, 2004, p. 92 – 119.

Jensen en Meckling 1976

M.C. Jensen en W.H. Meckling, “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, in: *Journal of financial economics*, oktober 1976, v. 3, no. 4, p. 305 – 360.

Juenger 2005

F.K. Jeunger, *Choice of law and multistate justice (special edition)*, Ardsley: Transnational Publishers, 2005.

De Jonghe 2020

J.M. de Jongh, ‘Onderneming en maatschappij: naar een nieuw sociaal contract? De Loi PACTE als voorbeeld’, *Ondernemingsrecht* 2020/80.

Jonkers 2017

A.L. Jonkers, “McGregor, de houdgreep van de aandeelhouders en de rechtvaardiging van beperkte aansprakelijkheid”, in: *TvI* 2017/15.

Jonkers 2018

A.L. Jonkers, “Persoonlijke zekerheden bij concernfinanciering: ongerechtvaardigde vermenigvuldiging van vorderingen”, in: *MvO*, no. 5, 2018, p. 164 – 171.

Jonkers 2019

A.L. Jonkers, “Selective Perforation by Means of Guarantees: Dutch Law”, in: *The 800-Pound Gorilla. Limits to Group Structures and Asset Partitioning in Insolvency* (Preadviezen NIIVR), Den Haag: Eleven International Publishing, 2019, p. 75 – 99.

Jonkers 2020

A.L. Jonkers, “Insider guarantees in corporate finance”, in: *European and international insolvency studies*, no. 5, Den Haag: Eleven International Publishing, 2020.

Kagami 2006

K. Kagami, “The systematic choice of legal rules for private international law: an economic approach”, in: *An economic analysis of private international law* (ed. J. Basedow en T. Kono), Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, p. 15 - 32.

Kahneman 2011

D. Kahneman, *Thinking, fast and slow*, London: Penguin Books, 2011.

Kalara en Zhang 2018

N. Kalara en L. Zhang, “The changing landscape of firm financing in Europe, the United States and Japan”, in *CPB Discussion paper*, no. 383, 2018.

Kaldor 1939

N. Kaldor, “Welfare propositions of economics and interpersonal comparison of utility”, in: *The Economic Journal*, vol. 49, no. 549, p. 550 – 551, 1939.

Kanda en Levmore 1994

S. Levmore en H. Kanda, “Explaining creditor priorities”, in: *Virginia Law Review*, no. 2103, 1994.

Kaptein 2012

F.J.L. Kaptein, “Naar een elektronische registratie van onderhandse pandakten?”, in: *MvV*, no. 5, 2012.

Kaptein e.a., *Het internationale eigendomsvoorbehoud (R&P nr. CA13)* 2015

F.J.L. Kaptein e.a. (red.), *Het internationale eigendomsvoorbehoud (Recht en Praktijk nr. CA13)*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Kaptein 2016

F.J.L. Kaptein, *Pandrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers, 2016.

Katz 1999

A.W. Katz, “An economic analysis of the guarantee contract”, in: *The University of Chicago Law Review*, vol. 66, no. 1, 1999, p. 47 – 116.

Keightley en Sherlock

M.P. Keightley en M.F. Sherlock, “The corporate income tax system; Overview and option for reform”, in: *Congressional review service*, 2014.

Kirchner 2006

C. Kirchner, “An economic analysis of choice-of-law and choice-of-forum clauses”, in: *An economic analysis of private international law* (ed. J. Basedow en T. Kono), Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, p. 33 – 54.

Klaassen en Hoogendoorn 2004

J. Klaassen en M.N. Hoogendoorn, *Externe verslaglegging*, Groningen: Stenfert Kroese, 2004.

Klein 2010

P.G. Klein, “Transaction cost economics and the new institutional economics”, in: *The Elgar companion to transaction cost economics* (ed. P.G. Klein en M.E. Sykuta), Cheltenham (UK): Edward Elgar Publishing Ltd, 2010.

Klein Wassink 2016

A.J.M. Klein Wassink, “Gedachten over de invulling van moederlijke zorgplichten in doorbraaksituaties”, in: *Ondernemingsrecht* 2016/79, afl. 10/11, augustus 2016, p. 382 – 393.

Kleinknecht en Jesseyan 2017

R. Kleinknecht en H. Jesseyan, “Dani Rodrik: “De westerse politieke elites zijn de gemiddelde mens vergeten”, in: *ESB*, 102 (4748), 2017.

Klomp 2020

R.J.Q. Klomp, “Corona en contractenrecht: hoe kunnen partijen tot heronderhandeling worden bewogen?“, in: *Tijdschrift Overeenkomst in de rechtspraak*, nr. 4. 2020.

Kokorin 2021

I.Kokorin, “Promotion of group restructuring and cross-entity liability arrangements”, in: *Journal of Corporate Law Studies*, 2021.

Kopalit, *The Impact of EU Law on Dutch Property Law* 2021

F. Kopalit, *The Impact of EU Law on Dutch Property Law*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Kortmann en Faber 1999

S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber, “Een streng bepaaldheidsvereiste: geldend recht of “wishful thinking”?”, in: *WPNR*, 1999.

Kozuka 2006

S. Kozuka, “The economic implications of uniformity in law”, in: *An economic analysis of private international law* (ed. J. Basedow en T. Kono), Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, p. 73 – 84.

Kraakman e.a. 2009

R. Kraakman e.a., *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press, 2009.

Kraakman e.a. 2017

R. Kraakman e.a., *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press, 2017.

Kronman en Posner 1979

A.T. Kronman en R.A. Posner, *The economics of contract law*, Boston: Little, Brown and Company, 1979.

Kronke 2019

H. Kronke, “Assignment of Claims and Proprietary Effects: Overview of Doctrinal Debate and the EU Commission’s Proposal”, in: *Oslo Law Review*, vol. 6, no. 1-2019, p. 8 – 18.

Kropholler 2006

J. Kropholler, *Internationales Privatrecht*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2006.

Lipson 2008

J.C. Lipson, “Debt and democracy: towards a conostitutional theory of bankruptcy”, in: *Notre Dame Law Review*, vol. 83, issue 2, 2008.

Leflar, McDougal III en Felix 1986

R.A. Leflar, L.L. McDougal III en R.L. Felix, *American Conflicts Law*, Charlottesville: The Mitchie Company, 1986.

Lennarts 1999

M.L. Lennarts, *Concernaansprakelijkheid*, Deventer: Kluwer, 1999.

Lenaerts 2015

K. Lenaerts, “Ontwikkelingen in het vrije verkeer van goederen”, in: *SEW*, no. 11, 2015, p. 497 – 501.

Linskens en Van Thiel 2020

L.M. Linskens en S.C.M. van Thiel, “Selectieve betalingen in het zicht van (mogelijke) insolventie – ruim baan voor de bestuurder?”, in: *Onderneming en Financiering 2020* (28) 4, p. 57 – 69.

Van de Loo, Kamarudin en Winter 2015

E. van de Loo, M. Kamarudin en J. Winter, *Corporatie governance and Boards*, Selangor: August Publishing, 2015.

LoPucki 2005

L.M. LoPucki, “Global and out of control”, in: *American Bankruptcy Journal*, 2005.

Van Maanen en Vranken 2021

M.H.J. van Maanen en O.J.N.L. Vranken, “Terug naar toen: toetsing in rechte van de buitengerechtigde vernietiging op grond van art. 42 Fw”, in: *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, no. 8, december 2021, p. 22 – 26.

Macey 1993

J.R. Macey, “The transformation of the American Law Institute”, in: *Yale law school legal scholarship repository*, 1993.

Macey 2008

J.R. Macey, “A close read of an excellent commentary on *Dodge v. Ford*”, in: *Virginia Law & Business Review*, vol. 3, no. 1, 2008.

Mak 2018

C. Mak, “First or second best? Judicial law making in European Private Law”, in: *Allocating authority: who should do what in European and international law?* (ed: J. Mendes en I. Venzke), Oxford: Hart Publishing, 2018, p. 217 – 240.

Mann 1997

R.J. Mann, “Explaining the pattern of secured credit”, in: *Harvard Law Review*, vol. 110, no. 625, 1997.

Maragopoulos 2020

N. Maragopoulos, *Removing the regulatory barriers to cross-border banking Regulatory initiatives to foster banking integration and financial stability in the Banking Union*, 2020 (zie: [17. removing the regulatory barriers to cross-border banking final 0.pdf \(europa.eu\)](#) – bekeken op 19 oktober 2021)

Marian 2013

O. Marian, “Jurisdiction to tax corporations”, in: *Boston College Law Review*, vol. 54, issue 4, 2013, p. 1613 – 1665.

Marco 2021

M. L. R. Marco, “The law applicable to third-party effects of assignments of claims in Europe and the European Commission proposal on the law applicable to the third-party effects of assignments of claims: an adequate solution?”, in: *European Journal of Commercial Contract Law*, 2021, no.1, p. 11 – 26.

Mazzucato 2019

M. Mazzucato, “The value of everything; the making and taking in the global economy”, London: Penguin Books, 2019.

Von Mehren en Murray 2007

A.T. von Mehren en P.L. Murray, *Law in the United States*, New York: Cambridge University Press, 2007.

Mercuro en Medema 2006

N. Mercuro en S.G. Medema, *Economics en law; from Posner to post-modernisme and beyond*, Princeton: Princeton University Press, 2006.

Mervorach 2010

I. Mervorach, “Towards a consensus on the treatment of multinational enterprise groups in insolvency”, in: *Cardozo journal of international & comparative law*, vol.18:359, p. 359 – 423, 2010.

Mervorach 2013

I. Mervorach, “Enterprise groups in insolvency: recent international developments” in: *Annual Review of Insolvency Law* (ed. J.P. Sarra), 2013, p. 285-304.

Michiels 2019

C.F. Michiels, “Rechtsmacht bij pauliana: Feniks-arrest leidt tot onvoorzienbaarheid”, in: *MvO*, no. 6, 2019, p. 215 – 222.

Miller 1988

M.H. Miller, “The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years”, in: *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, No. 4, 1988, p. 99 – 120.

Modigliani en Miller 1958

F. Modigliani en M.H. Miller, “The cost of capital , Corporation finance and the theory of investment”, in: *American Economic review* 48, juni 1958, p. 261 – 297.

Modigliani en Miller 1963

F. Modigliani en M.H. Miller, “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”, in: *The American Economic Review*, vol. 53, no. 3, 1963, p. 433 – 443.

Mon. BW B5 (Van Schaik) 2011

A.C. van Schaik, “Volmacht”, in: *Monografieën BW*, no. B5, Deventer: Kluwer, 2011.

Mon. Privaatrecht 2 (Buchem – Spapens / Pouw) 2013

A.M.J. van Buchem – Spapens en Th. A. Pouw, “Faillissement, surseance van betaling en schuldsanering”, in: *Monografieën Privaatrecht*, no.4, Deventer: Kluwer, 2013.

Mon. Privaatrecht 4 (Van Dijck) 2008

G. van Dijck, “Pauliana”, in: *Monografieën Privaatrecht*, no.4, Deventer: Kluwer, 2008.

Mooney 2017

Ch. W. Mooney jr., "Choice-of-law Rules for Secured Transactions: An Interest-Based and Modern Principles-Based Framework for Assessment", in: *Faculty Scholarship at Penn Law*, 2017, no. 1776, p. 842 – 884.

Morck 2010

R. Morck, “The riddle of the great pyramids”, in: in: *The Oxford Handbook of Business Groups* (red. A.M. Colpan, T. Hikino en J.R. Linoln), Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 602 – 628.

Moulen Janssen 2019

S.C.E.F. Moulen Janssen, “Het dwangakkoord buiten faillissement onder de WHOA en de aandeelhouder. Onder druk worden vennootschappelijke verhoudingen vloeibaar?”, in: *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 832 – 840.

Murray 2010

J.C. Murray, *Equitable subordination in Bankruptcy: An analysis of In re Yellowstone*, 2010.

Myers 1977

S.C. Myers, “Determinants of corporate borrowing”, in: *Journal of financial economics*, 1977, p. 147 – 175.

Nash 1950

J.F. Nash, “The bargaining problem”, in: *Econometrica*, vol. 18, No. 2, 1950, p. 155 – 162.

Nash 1951

J.F. Nash, “Non-cooperative games”, in: *Annals of Mathematics*, vol. 54, no. 2, 1951, p. 286 – 295.

Nevo 2015

H. Nevo, “Definition of the relevant market; (lack) of harmony between industrial economics and competition law”, in: *European studies in Law and Economics*, no. 9, Cambridge: Intersentia, 2015.

Nicholson 1992

W. Nicholson, *Microeconomic theory; Basic principles an extensions*, Orlando: The Dryden Press, 1992.

Nicolaides e.a. 2005

P. Nicolaides, M. Kekelekis, P. Buyskis, “State aid policy in the European Community; a guide for practitioners”, in: *International competition law series*, vol. 16, Den Haag: Kluwer Law International, 2005.

Nieuwesteeg en Peters 2021

W.H.B.J. Nieuwesteeg en P.J. Peters, “De faillissementspauliana als risicoaansprakelijkheid”, in: *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, no. 4, 2021, p. 10 – 18.

Nijnens 2019

W.J.E. Nijnens, “Internationaal privaatrechtelijke aspecten van de WHOA”, in: *TvI* 2019/34, p. 257 – 267.

Olaerts 2016

M. Olaerts, “Eenheid en verscheidenheid in concernverhoudingen”, in: *Ondernemingsrecht* 2016/75, afl. 10/11, augustus 2016, p. 359 – 360.

Oppolzer 2019

K. Oppolzer, *Ringfencing in Europe*, Baden-Baden: Nomos, 2019.

Osborne 2011

D.A. Osborne, “Deterring transfer pricing abuse: changing incentive as a practical alternative to a global tax regime”, in: *Washington University Global Studies Law Review*, vol. 10, issue 4, 2011, p. 813 – 835.

OECD 2010

OECD, *Review of comparability and of profit methods; revision of chapters I-III of the transfer pricing guidelines*, 2010.

OECD 2011

OECD, *Transfer pricing legislation – a suggested approach*, 2011.

OECD 2017

OECD, *Transfer pricing guidelines for multinational enterprises and tax administrations*, 2017.

Oostwouder en Spronk 2021

W. Oostwouder en T. Spronk, “Naar een maatschappelijke zorgplicht voor bestuurders en commissarissen bij NV’s en BV’s? Over een belangwekkend voorstel met een aantal onvoldoende doordachte consequenties”, in: *NJB* 2021/1395.

Van Oostrum 2019-a

C.H.A. van Oostrum, *Regres bij concernfinanciering (Serie Van der Heijden Instituut nr. 156)*, Deventer: Wolters Kluwer, 2019.

Van Oostrum 2019-b

C.H.A. van Oostrum, “De bedongen hoofdelijkheid, de bank en de concernverhoudingen”, in: *MvO*, no. 8&9, 2019, p. 263 – 270.

Ota 2006

S. Ota, “Choice of law and economic analysis: a methodological introduction”, in: *An economic analysis of private international law* (ed. J. Basedow en T. Kono), Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, p. 3 – 14.

Pannevis 2017

N.B. Pannevis, “Een rationele benadering van kansen en uitkomsten bij reddingspogingen”, in: *TvI/37*, 2017, p.219 – 224.

Pannevis 2019

N.B. Pannevis, “De klassenvorming onder de WHOA en Nederlandse rangbepalingen”, in: *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, no. 6, 2019, p. 30 – 36.

Parker en Alemanno 2014

R. Parker en A. Alemanno, “Towards effective regulatory cooperation under TTIP: a comparative overview of the EU and US legislative and regulatory systems”, in: *CEPS Special Report*, no. 88, mei 2014.

Pepels 2020

S. Pepels, “De WHOA als instrument voor (grensoverschrijdende) groepsherstructureringen”, in: *MvO* 2020, nummer 1 & 2.

Pepels 2021

S. Pepels, “Defining groups of companies under the European Insolvency Regulation (recast): on the scope of the EU group insolvency law”, in: *Int Insolv Rev.*, 2021/30, p. 96 – 123.

Perry 2019

S. Perry, “Brexit: The view of an English insolvency lawyer”, in: *Tijdschrift voor Curatoren*, no. 2, 2019, p. 41 – 45.

Peters 2007

N. Peters, “Verrekening in het IPR”, in: *NiPR*, afl. 1, 2007.

Petrin en Choudhury 2018

M. Petrin en B. Choudhury, “Group Company liability”, in: *European Business Organization Law Review*, 2018.

Piketty 2014

T. Piketty, *Kapitaal in de 21ste eeuw*, Amsterdam: De Bezige Bij, 2014.

Pinto en Branson 2004

A.R. Pinto en D.M. Branson, *Understanding corporate law*, Newark: LexisNexis, 2004.

Pistor 2019

K. Pistor, *The code of capital; How the law creates wealth and inequality*, New Jersey: Princeton University Press, 2019.

Van der Plas 2021

C.G. van der Plas, “De stand van het IPR in het post-Brexit tijdperk”, in: *Tijdschrift voor de procespraktijk*, 2021-4, p. 122 – 129.

Polak/Pannevis, Insolventierecht 2022

N.B. Pannevis, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2022.

Posner 1975

R.A. Posner, “The rights of creditors of affiliated corporation”, in: *University of Chicago law review*, no. 43, 1975.

Posner 1980

R.A. Posner, “The ethical and political bias of the efficiency norm in Common Law adjudication”, in *Hofstra Law Review*, vol. 8, no. 487, 1980, p. 487 – 507.

Posner en Adler 1999

E.A. Posner en D. Adler, “Rethinking Cost – benefit analysis”, *The Yale Journal*, vol. 109, no. 165, 1999, p. 165 – 247.

Posner 2007

R.A. Posner, *Economic analysis of law*, New York: Wolters Kluwer, 2007.

Posner 2010

R.A. Posner, *The crisis of capitalist democracy*, London: Harvard University Press, 2010

Posner 2011

E.A. Posner, *Contract law and theory*, New York: Wolters Kluwer, 2011.

Posner en Weyl 2018

E.A. Posner en E.G. Weyl, *Radical markets; Uprooting capitalism and democracy for a just society*, New Jersey: Princeton University Press, 2018.

Ramaekers 2013

E. Ramaekers, “Lex rei sitae: een rechtsvergelijkende studie tussen Nederlands en Engels IPR goederenrecht”, in: *WPNR*, 2013.

Rakob 2009

J.K. Rakob, “Germany”, in: *Cross-border securities over receivables* (ed: H.C. Sigman en E-M Kieninger), München: European law publishers, 2009, p. 91 – 122.

Raiser en Veil 2006

T. Raiser en R. Veil, *Recht der Kapitalgesellschaften; Ein handbuch für Praxis und Wissenschaft*, München: Verlag Franz Vahlen, 2006.

Raiser en Veil 2015

T. Raiser en R. Veil, *Recht der Kapitalgesellschaften; Ein handbuch für Praxis und Wissenschaft*, München: Verlag Franz Vahlen, 2015.

Rank en Silverentand 2010

W. Rank en L. Silverentand, “The Netherlands”, in: *Set-off law and practise* (ed. W. Johnston en T. Werlen)”, Oxford: University Press, p. 315 – 329.

Rauterberg 2015

G.V. Rauterberg, “Agency Law as asset partitioning”, in: *Working paper Columbia university*, 2015 (zie: <http://extranet.isnie.org/uploads/isnie2015/rauterberg.pdf>; bezocht september 2015).

Rauterberg en Talley 2017

G. Rauterberg en E. Talley, “Contracting out of the fiduciary duty of loyalty: an empirical analysis of corporate opportunity waivers”, in: *Columbia Law Review*, 2017 (nng)

Rawls 2009

J. Rawls, *Een theorie van rechtvaardigheid*, Rotterdam: Lemniscaat, 2009 (oorspronkelijke druk 1971).

Reich – Graefe 2005

R. Reich – Graefe, “Changing paradigms: the liability of corporate groups in Germany”, in: *Conneticut Law Review*, volume 37 , no.785, 2005.

Renssen, De herijking van het faillissementsrecht (R&P nr. InsR17) 2021

S. Renssen, *De herijking van het faillissementsrecht. De WHOA (Recht & Praktijk, nr. InsR17)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Reumers 2007

M.L.H. Reumers, *Samengevoegde afwikkeling van faillissementen*, Deventer: Kluwer, 2007.

Reumers 2020

M.L.H. Reumers, “Samenwerkingsperikelen Samenwerkingsverwachtingen en -verplichtingen voor insolventiefunctionarissen en debtors-in possession ingevolge het WHOA-regime en de Herschikte IVO”, in: *Tijdschrift voor curatoren*, no. 1/2, 2020, p. 29 – 37.

Reumers 2021

M.L.H. Reumers, “De curator en tegenstrijdige belangen bij groepsvennootschappen”, in: *TvI* 2021/39, p. 285 – 295.

Ribstein en Alces 2007

L.E. Ribstein en K.A. Alces, “Directors duties in falling firms”, in: *Journal of Business & Technology Law*, vol. 1, issue 2, 2007.

Rodrik 2011

D. Rodrik, *The Globalization paradox; Democracy and the future of the world economy*, New York: Norton & Company, 2011.

Roest 2018

J. Roest, “Harmonisatie van Europees vennootschapsrecht: de EMCA”, in: *MvO*, 2018, no. 1 &2, p. 33 – 35.

Rongen 2013

M.H.E. Rongen, “Het arrest ASR Schadeverzekering / Achmea en de gevolgen voor de financieringspraktijk: de schade valt mee”, in: *Tijdschrift voor Financieel recht*, nr.1 /2, 2013.

Van Rossum & Kuypers, *Garanties in de rechtspraktijk (R&P nr. CA12) 2015*

M.M. van Rossum & P.H.L.M. Kuypers, *Garanties in de rechtspraktijk (Recht en Praktijk nr. CA12)*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Rühl 2006

G. Rühl, “Methods and Approaches in Choice of Law: An Economic perspective”, in: *Berkeley Journal of international law*, vol. 24:, 2006, p. 801 – 841.

Van der Sangen en Raaijmakers 2004

G. van der Sangen en T. Raaijmakers, “Modernisering van het BV-recht en crediteurenbescherming”, in: *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur*, vol. 6, 2004, p. 247 – 257.

Samuels 2007

W.J. Samuels, *The Legal-Economic Nexus*, London: Routledge, 2007.

Schäfer en Lanterman 2006

H.B. Schäfer en K. Lantermann, “Choice of law from an economic perspective”, *An economic analysis of private international law* (ed. J. Basedow en T. Kono), Tübingen: Mohr Siebeck, 2006, p. 87 – 119.

Sjåfjell 2009

B. Sjåfjell, *Towards a Sustainable European Company Law A Normative Analysis of the Objectives of EU Law, with the Takeover Directive as a Test Case*, Alphen aan den Rhijn: Kluwer, 2009.

Van der Schee en Muller 2018

A. van der Schee en L. Muller, “De ‘toezegging’ ex artikel 36 Herzienne IVO”, *TvI* 2018/13.

Schelhaas en Spanjaard 2020

H. Schelhaas en J. Spanjaard, “Contract en coronacrisis”, in: *NJB* 2020/881.

Schelhaas 2021

H. Schelhaas, “Verleden, heden en toekomst van het Europees contractenrecht”, in: *Ars Aquii*, 2021.

Scheuch 2016

A.Scheuch, “Konzernrecht: An Overview of the German Regulation of Corporate Groups and Resulting Liability Issues”, in: *European Company Law* 13, no 5 (2016), p. 191 – 198.

Scheurs 2021

M.R. Scheurs, “De afkoelingsperiode in de WHOA”, in: *MvV* 2021, no. 5, p. 166 – 177.

Schiessl 1986

M. Schiessl, “The liability of corporations and shareholders for the capitalisation and obligations of subsidiaries under German law”, in: *Northwestern Journal of International Law & Business*, volume 7, 1986.

Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman en Schoonbrood 2017

P. van Schilfgaarde (bewerkt door J. Winter, J.B. Wezeman en J. Schoonbrood), *Van de BV tot de NV*, Deventer: Kluwer, 2017.

Schmidt 2002

K. Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, Berlin: Carl Heymans Verlag KG, 2002.

Schmidt en Uhlenbruck 2009

K. Schmidt en W. Uhlenbruck, *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz*, Keulen: Verlag Otto Schmidt, 2009.

Schmidt 2021

J. Schmidt, “Twenty Years Societas Europaea”, in: *European Company Law Journal* 18, no. 4 (2021), p. 116.

Schröter 2018

H.G. Schröter, “Germany”, in: *Business groups in the West; Origins, Evolution and Resilience*, (ed. A.M. Colpan en T. Hikino), Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 193 – 221.

Schoenmaker 2011

D. Schoenmaker, “The future of cross-border banking”, in: *The future of banking* (red: T. Beck), Londen: Centre for Economic Policy Research, 2011, p. 73 – 77.

Schouten 2012

M.C. Schouten, “The Decoupling of voting and economic ownership”, in: *Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht*, no. 88, Deventer: Kluwer, 2002

Schreuder 2011

A.L.J.A. Schreuder, “Eigendomsvoorbehoud in rechtsvergelijkend en internationaal privaatrechterlijk perspectief”, in: *Contracteren in de internationale praktijk* (red. B. Wessels en T.H.M. van Wechem), Deventer: Kluwer, 2011.

Schuijling, Levering en verpanding (O&R nr. 90) 2016

B.A. Schuijling, *Levering en verpanding van toekomstige goederen (Onderneming en recht nr. 90)*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Schuijling, Verrekening (Mon. BW nr. B40) 2019

B.A. Schuijling, *Verrekening (Monografieën BW nr. B40)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Schuijling en Koolen 2020

B.A. Schuijling en V.G. Koolen, “Contractuele verrekening”, in: *Tijdschrift Overeenkomst in de Rechtspraak*, no. 4, 2020, p. 4 – 9.

Schwarz en Scott 1995

A.Schwarz en R. Scott, “The political economy of private legislatures”, in: *Yale Law School legal scholarship Repository*, vol. 143, no. 3, 1995.

Schwarz 1997

S.L. Schwarz, “The easy case for the priority of secured claims in bankruptcy”, in: *Duke Law Review*, vol. 47, no. 3, 1997.

Schwiebacher en Larralde 2012

A.Schwiebacher en B. Larralde, “Crowdfunding of small entrepreneurial ventures”, in: *The Oxford handbook of Entrepreneurial finance* (ed. D. Cumming), Oxford; Oxford University Press, 2012, p. 369 – 391.

De Scitovsky 1941

T. de Scitovsky, “A note on welfare propositions in economics”, in: *The review of economic studies*, vol. 9, issue 1, 1941, p. 77 – 88.

Scott 1997

R.E. Scott, “Truth about secured financing”, in *Cornel Law Review*, Vol. 82, issue 6, 1997.

Sigman en Kieninger 2009,

H.C. Sigman en E-M Kieninger, “The law of assignment of receivables: in flux, still uncertain, still non-uniform”, in: *Cross-border securities over receivables* (ed: H.C. Sigman en E-M Kieninger), München: European law publishers, 2009, p. 1 – 89.

Sealy en Worthington 2008

L. Sealy en S. Worthington, *Cases and materials in company law*, Oxford: Oxford University Press, 2008.

Shishido 2014

Z.Sishido, “Introduction: the incentive bargain of the firm and enterprise law: a nexus of contracts, market and laws”, in: *Enterprise law; contracts, market and laws in the US and Japan* (ed. Z. Shishido), Cheltenham: Edward Elgar, 2014.

Skeel en Kraus-Vilmar 2006

D.A. Skeel Jr. en G. Krause-Vilmar, “Recharacterisation and the Nonhindrance of creditors”, in: *Faculty Scholarship*, paper 159, 2006.

Smit 2018

D.S. Smit, “Kwade wolk boven het fiscale-eenheidsregime: valt het tij nog te keren?”, in: *MBB*, no. 1, januari 2018.

Smits 2009

J.M. Smits, “Consumentenrecht: een zaak voor de Europese Unie? Een kritische beschouwing over het ontwerp voor een Europese richtlijn consumentenrechten”, in: *Ars Aequi*, 2009, p. 367 – 373.

Snijders 2012

J.L. Snijders, “Regresvordering toekomstig volgens Hoge Raad in ASR/Achmea, wat betekent dit voor concernfinanciering”, in: *Tijdschrift financiering, zekerheden en insolventierechtpraktijk*, SDU-uitgevers, no. 5, 2012, p. 156 – 166.

Van Sonsbeeck 2018

A.J.M. van Sonsbeeck, “Regres, subrogatie en de bank: mag het wat eenvoudiger?”, in: *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, no. 2, 2018, p. 50 – 56.

Spindler 2008

G. Spindler, *Unternehmensinteresse als Leitlinie der Vorstandshandeln – Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen und Shareholdersvalue*, Hans Böckler Stiftung, 2008.

Sprierings en Kolkthof 2017

C. Sprierings en J.V. Kolkthof, “De absolute priority rule in de WHOA: achtergrond, uitwerking en knelpunten”, in: *TvI* 2017/40, p. 243 – 250.

Squire 2008

R. Squire, “The case for symmetry in creditors rights”, in: *118 Yale L.J.* 806, 2008.

Squire 2009

R. Squire, “Shareholder opportunism in a world of risky debt”, in: *123 Harv.L.Rev.*, 2009.

Squire 2011

R. Squire, “Strategic Liability in the Corporate Group”, in: *78 U. Chi. L. Rev.* 605, 2011.

Squire 2019

R. Squire, “Limits to Group Structures and Asset Partitioning in Insolvency: Suppressing Value and Selective Perforation by Means of Guarantees”, in: *The 800-Pound Gorilla. Limits to Group Structures and Asset Partitioning in Insolvency* (Preadviezen NIVR), Den Haag: Eleven International Publishing, 2019, p. 1 – 20.

Staatscommissie IPR 1998

Staatscommissie voor het internationaal privaatrecht, *Rapport aan de Minister van Justitie; Internationaal goederenrecht*, November 1998.

Stevens 2004

R. Stevens, “The English conflict of laws rules”, in: *Cross-border security and insolvency* (ed. M. Bridge en R. Stevens), Oxford: University press, 2004, p. 205 – 222.

Stein 2003

J.C. Stein, “Agency, information and corporate investment”, in: *Handbook of the Economics of Finance* (red: G.M. Constantinides, M. Harris and R.M. Stulz), Amsterdam: Elsevier, 2003, Volume 1, Part A, Pages 111-165.

Stiglitz 2003

J. Stiglitz, *The roaring nineties*, London: Penguin Books, 2003.

Stout 2008

L.A. Stout, “Why we should stop teaching *Dodge v. Ford*”, in: *Virginia Law & Business Review*, vol. 3, no. 1, 2008.

Stout 2013

L.A. Stout, “The Shareholder Value Myth”, in: *Cornell Law Faculty Publications*, no. 771, 2013.

Strikwerda 2002

L. Strikwerda, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, Deventer: Kluwer, 2002.

Strikwerda 2010

L. Strikwerda, “De overeenkomst in het IPR”, in: *Praktijkreeks IPR*, no. 11, Apeldoorn – Antwerpen: Maklu, 2010.

Strikwerda/Schaafsma, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, 2019

L. Strikwerda & S.J. Schaafsma, *Inleiding tot het Nederlandse internationale privaatrecht*, Deventer: Wolters Kluwer, 2019.

Struycken 1998

T.H.D. Struycken, “De betekenis van het Anglo-Amerikaanse zekerhedenrecht, in het bijzonder de *floating charge* en *Article 9 Uniform Commercial Code*: over bepaalbaarheid en publiciteit”, in: *AA*, 47 (1998) 5.

Struycken 2009

T.H.D. Struycken, “zekerheidsrechten en registratie”, in: *Zekerhedenrecht in ontwikkeling*, Den Haag: Sdu, 2009, p 115 – 186.

Struycken 2011

T.H.D. Struycken, “The *Numerus clauses* and party autonomy in the law of property”, in: *Party autonomy in international property law*, München: Sellier, European law publisher, 2011, p. 59 – 82.

Struycken 2013

T.H.D. Struycken, “Zekerheidsrechten in het internationale handelsverkeer”, in: *NTHR*, 2013.

Sumner 2021

I. Sumner, “Brexit en de gevolgen voor het internationale privaatrecht”, in: *NtER*, 2021

Sykuta 2010

M.E. Sykuta, “Ronald H. Coase”, in: *The Elgar companion to transaction cost economics* (ed. P.G. Klein en M.E. Sykuta), Cheltenham (UK): Edward Elgar Publishing Ltd, 2010.

Symeonides 2008

S.C. Symeonides, *American Private International Law*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2008.

Symeonides 2015

S.C. Symeonides, “The choice-of-law revolution fifty years after Currie: an end and a beginning”, in: *University of Illinois Law Review*, 2015, p. 1849 – 1921.

Squire 2011

R. Squire, “Strategic liability in the corporate group”, in: *The University of Chicago Law Review*, 78:605, 2011, p. 605 – 669.

Taylor 2007

C. Taylor, *A secular age*, Cambridge: Harvard University Press, 2007.

Teulings, Bovenberg en Van Dalen 2005

.Teulings, L. Bovenberg en H. van Dalen, *De cirkel van goede intenties; De economie van het publieke belang*, Amsterdam: Amsterdam University Press, 2005.

Thaler en Sunstein 2009

R.H. Thaler en C.R. Sunstein, *Nudge; Improving decisions about health, wealth and happiness*, London: Penguin Books, 2009.

Thiele 2003

A.Thiele, “Collective security arrangements: a comparative study of Dutch, English and German law”: in: *Law business and finance*, volume 5, Deventer: Kluwer Legal Publishers, 2003.

Tietje en Baetens 2014

C. Tietje en F. Baetens, *The impact of investor-state-dispute settlement (ISDS) in the Transatlantic Trade and Investment Partnership*, studie voor het Ministerie van Buitenlandse Zaken van 24 juni 2014.

Timmerman en Lennarts 1997

L. Timmerman en M.L. Lennarts, “Überschuldung: een zinnig idee voor het Nederlandse recht?”, in: *De NV*, no. 11, 1997.

Timmerman en Veder 2009

S. Timmerman en M. Veder, “Netherlands”, in: *Cross-border securities over receivables* (ed: H.C. Sigman en E-M Kieninger), München: European law publishers, 2009, p. 181 – 218.

Timmerman 2020

L. Timmerman, “Uitdagingen voor het ondernemingsrecht; op weg naar een echt ondernemingsrecht?”, in: *MvO*, 2020, nummer 5&6, p. 133 – 141.

Tollenaar, Het pre-insolventieakkoord 2016

N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord. Grondslagen en raamwerk (diss. Groningen)*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Triantis en Daniels 1995

G.G. Triantis en R.J. Daniels, “The role of debt and interactive corporate governance”, in: *California Law Review*, vol. 83, 2009, p. 1073 – 1113.

Triantis 2013

G.G. Triantis, “Exploring the limits of contract design in debt financing”, in: *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 161, 2013, p. 2041 – 2061.

Tucker 2010

M.R. Tucker, “Debt recharacterisation during an economic trough: trashing historical tests to avoid discouraging insider lending”, in: *Ohio state law journal*, vol. 71:1, 2010, p. 187 – 228.

Tung 2006

F. Tung, “Before competition: Origins of the internal affairs doctrine”, in: *Emory Law and Economic research paper*, no. 06-04, maart 2006.

Van Uhm 2017

A.M. van Uhm, “Persoonlijke zekerheden in concernfinancieringen”, in: *MvV*, no. 9 2017, p. 278 – 284.

Uncitral 2012

UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law; Part three: Treatment of enterprise groups in insolvency*, 2012.

Veder 2009

P.M. Veder, “Goederenrechtelijke zekerheidsrechten in de internationale handels- en financieringspraktijk”, in: *Zekerhedenrecht in ontwikkeling*, Den Haag: Sdu, 2009, p 269 – 322.

Veder, Booms en Pannevis 2013

P.M. Veder, T.E. Booms en Pannevis, *Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma herijking faillissementsrecht*, Onderzoekscentrum, 2013.

Veder 2019

P.M. Veder, “Internationale aspecten van de WHOA: de openbare en de besloten akkoordprocedure buiten faillissement”, in: *Tijdschrift Financiering. Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, no. 6, oktober 2019, p. 53 – 62.

Van Veldhuizen en Straathof 2017

S. van Veldhuizen en B. Straathof, “In vier stappen naar efficiëntere faillissementswetgeving”, in: *CPB Policy Brief*, 2017/01.

Verbrugh 2018

M.A. Verbrugh, “De ‘European Model Company Act’ (EMCA)”, in: *Ondernemingsrecht*, 2018/132.

Verbrugh 2020

M.A. Verbrugh, “Naar een beter Europees ondernemingsrecht”, in: *Ondernemingsrecht*, 2020/20.

Verdam 2020

A.F. Verdam, “Moeder en concerndochter: van de centrale rol van de belangen van de dochtercrediteuren”, in: *WPNR*, no 7275, 2020, p. 218 – 225.

Verhagen 2006

R. Verhagen, “A new conflict rule for securitization and other cross-border assignments; a potential threat from Europe”, in: *Working paper series*, no. 45, 04/2006.

Verhagen 2007

H.L.E. Verhagen, “Conflict mobile bij roerende zaken: assimilatie of transformatieve; Een bijdrage over roerende zaken in het internationaal privaatrecht”, in: *Studiekring Offerhaus*, no. 10, Deventer: Kluwer, 2007.

Verhagen 2011

H. Verhagen, “Party autonomy and assignment”, in: *Party autonomy in international property law*, München: Sellier, European law publisher, 2011, p. 189 – 205.

Verhagen en Van Dongen 2011

H.L.E. Verhagen en S. van Dongen, “Grensoverschrijdende cessie in Rome I”, in: *Financiële sector en internationaal privaatrecht - Financieel Juridische Reeks 3* (red: F.B.G. Graaf en W.A.. Rank), Zutphen: Uitgeverij Paris BV, 2017, p. 75 – 99.

Verheul en Verstijlen 2016

E.F. Verheul en F.M.J. Verstijlen, “Eigendom van roerende zaken, met name originele wijzen van eigendomsverkrijging (titels 1 en 2); Een pleidooi voor meer continuïteit in het goederenrecht”, in: *Boek 5 BW van de toekomst*, Den Haag: Sdu, 2016.

Verheul, Eigendomsvoorbehoud (Rechtswetenschappelijke publicaties) 2018

E.F. Verheul, *Eigendomsvoorbehoud (Rechtswetenschappelijke publicaties) (diss. Groningen)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Verse 2009

D.A. Verse, “Shareholder loans in corporate insolvency – a new approach to an old problem”, in: *German Law Journal*, vol. 09, no. 09, 2009, p. 1109 – 1124.

Verstijlen 2006

F.M.J. Verstijlen, “General aspects of transfer and creation of property rights including security rights”, in: *Divergences of property law, an obstacle to the internal market* (Drobnig, Sniijders en Zippro (red.)), München: Sellier, 2006, p. 17 – 35.

Verstijlen 2013

F.M.J. Verstijlen, “Iedereen pandhouder: door de ‘verzamel pandakte’ naar paritas creditorum”, in: *WPNR* 2013/9683, p. 563 – 564.

Verstijlen 2020

F.M.J. Verstijlen, “Ondersteunende voorzieningen in de WHOA”, in: *TvI* 2020/4, p. 18 – 23.

De Vette 2011

E.M.F. de Vette, “Multinational enterprise in groups in insolvency: how should the European Union act?”, in: *Utrecht Law Review*, vol. 7, issue 1, p. 216 – 228, 2011.

De Vette 2015

E.M.F. de Vette, “Inpassing van buitenlandse rechtsfiguren in het Nederlandse recht: beschouwingen naar aanleiding van HR 11 juli 2014, JOR 2014/254 (Seacastle / Peters q.q.)”, in: *V&O*, 2015, no. 7 / 8.

De Visser 2018

C.A. de Visser, “The EU conflict of laws rules on the law governing the effects of an assignment against third parties: some fundamental problems of the Proposal”, in: *NIPR*, 2018, no. 4, p. 711 – 724.

Vlas 2009

P. Vlas, “Rechtspersonen”, in: *Praktijkreeks IPR*, no. 9, Apeldoorn: Maklu, 2009.

Vlas 2017

P. Vlas, “Rechtspersonen”, in: *Praktijkreeks IPR*, no. 9, Apeldoorn: Maklu, 2017.

Vletter – Van Dort 2018

H.M. Vletter – Van Dort, “De aandeelhouder als hoeksteen van de beursvennootschap?”, in: *Ondernemingsrecht* 2018/45

Weatherill 2006

S. Weatherill, “Diversity between national laws in the internal market”, in: *Divergences of property law, an obstacle to the internal market* (Drobnig, Snijders en Zipprow (red.)), München: Sellier, 2006, p. 131 – 150.

Webster 2009

T.J. Webster, *Introduction to game theory in business and economics*, New York: M.E. Sharpe, 2009.

Van der Weide 2006

J.A. van der Weide, “Mobiliteit van het goederenrecht in het IPR; tussen situsregel en partijautonomie”, in: *Recht en praktijk*, no. 142, Deventer: Kluwer, 2006.

Van der Weijden, De faillissementspauliana (O&R nr. 75) 2012

R.J. van der Weijden, *De faillissementspauliana (Onderneming en recht nr. 75) (diss. Nijmegen)*, Deventer: Kluwer 2012.

Van der Weijden 2017

R.J. van der Weiden, “Wetenschap van benadeling in de zin van art. 42 Fw en de voorzienbaarheid van het faillissement van de schuldenaar”, in: *MvV*, no. 10, 2017, p. 285 – 289.

Van der Weijden 2020

R.J. van der Weiden, “De faillissementspauliana – In discussie met prof. mr. B. Wessels”, in: *TvO* 2020/26.

Van der Weide 2011

J. van der Weide, “Party autonomy in Dutch International Property law”, in: *Party autonomy in international property law*, München: Sellier, European law publisher, 2011, p. 41 – 58.

Van der Weide 2016

J. van der Weide, *Waarom de verzamel pand-constructie geen ‘floating charge’ is*, Deventer: Wolters Kluwer, 2016.

De Weijs 2010

R.J. de Weijs, “Financieren met garanties door aandeelhouders: vergeten problematiek”, in: *Tijdschrift financiering, zekerheden en insolventierechtpraktijk*, no. 6, 2010, p. 160 – 165.

De Weijs, Faillissementspauliana Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvensies (R&P nr. InsR1) 2010

R.J. de Weijs, *Faillissementspauliana, Insolvenzanfechtung en Transaction Avoidance in Insolvensies. Naar een geobjectieeerde regeling van schuldeisersbenadeling (Recht en Praktijk nr. InsR1) (diss. Amsterdam UvA)*, Deventer: Kluwer 2010.

De Weijs 2012

R.J. de Weijs, “Harmonisation of European Insolvency law and the need to tackle two common problems: common pool and anticommons”, in: *Int. Insolv. Rev.*, vol. 21, 2012, p. 67 – 83.

De Weijs, Verweij, Bärenz en Connell 2012

R.J. de Weijs, E.J.R. Verweij, C. Bärenz en R.M.A. Connell, “Financing in distress against security from an English, German and Dutch perspective: a walk in the park or in a mine field”, in: *Int. Insolv. Rev.*, vol. 21, 2012, p. 21 – 44.

De Weijs 2014

R.J. de Weijs, “Nieuwe regels omtrent aandeelhoudersleningen: tussen afdwingbaarheid en onrechtmatigheid in. Preadvies NVRIF”, in: *Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper*, no. 03, 2014.

De Weijs 2016

R.J. de Weijs, “Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren”, in: *Ondernemingsrecht 2016/123*, p. 605 – 619.

De Weijs 2018-a

R.J. de Weijs, “Secured credit and partial priority: Corporate finance as a creation or an externalisation practice?”, in: *European Property Law Journal*, no. 7(1), 2018, p. 63 – 107.

De Weijs 2018-b

R.J. de Weijs, , “Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning against Creditors by Upholding the Debt–Equity Divide”, in: *European Company and Financial Law Review*, no. 15(2), 2018, p. 403 – 444.

De Weijs en Baltjes 2018

R.J. de Weijts en M. Baltjes, “Opening the Door for the Opportunistic Use of Interim Financing: A Critical Assessment of the EU Draft Directive on Preventive Restructuring Frameworks.”, in: *International Insolvency Review*, 2018 27(2), p. 223 – 254.

De Weijts (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (R&P nr. InsR14) 2020

R.J. de Weijts (red.), Grenzen aan financieringsvrijheid (Recht en Praktijk, nr. InsR14), Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Wessels en De Weijts 2014

B. Wessels en R.J. de Weijts, “Revision of the iconic US Chapter 11: its global importance and global feed back”, in: *Int.Ins. Rev.*, 441 - 445, 2014.

Wessels en De Weijts 2015

B. Wessels en R.J. de Weijts, “International contributions to the reform of Chapter 11 Bankruptcy Code”, in: *European and international Insolvency Law studies*, Den Haag: Eleven International Publishing, 2015.

Wessels, Wessels Insolventierecht X-II 2017

B. Wessels, *International Insolvency Law. Part II European Insolvency Law (Wessels Insolventierecht nr. X)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Wessels 2021

B. Wessels, “Groups of companies in international insolvency law; where do we stand?”, in: *TvOB* 2021-6, p. 201 – 207.

Welling – Steffens 2018

L. F.A. Welling-Steffens, ‘Met een kluitje het riet ingestuurd? Onduidelijke taal in de voorgestelde verordening over het toepasselijke recht op de derdenwerking van cessie’, in: *TvI* 2018/41, p. 256 – 264.

Welling – Steffens 2020

L. F.A. Welling-Steffens, “Transfer of Claims: Harmonized EU Rules on the Law Applicable to the Assignment of Claims and the Quest for Legal Certainty; Brave new EU legal rules in relation to bold new strategies”, in: *Distressed Debt Trading (Preadviezen NIIVR)*, Den Haag: Eleven International Publishing, 2020.

Wessels en Verheij 2010

B. Wessels en A.J. Verheij, “Bijzondere overeenkomsten”, in: *Studiereeks burgerlijk recht*, no. 6, Deventer: Kluwer, 2010.

Wessels, Gevolgen van faillietverklaring (2) (Wessels Insolventierecht nr. III) 2019

B. Wessels, Insolventierecht: Gevolgen van faillietverklaring (2) (Wessels Insolventierecht nr. III), Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Westbrook 1991

J.L. Westbrook, "Two Thoughts about Insider Preferences", in: *Minnesota Law Review*, no. 158, 1991, p. 73 – 99.

Westbrook 2018

J.L. Westbrook, "Transparency in Corporate Groups", in: *J. Corp. Fin. & Com. L.*, no. 13, 2018.

Whish en Bailey 2019

R. Whish en D. Bailey, *Competition Law*, Oxford: Oxford University Press, 2018.

Wibier 2019

R. Wibier, "De pauliana; hard to describe, easy to recognize?", in: *Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk*, no. 1, 2019, p. 41 – 48.

Wibier 2021

R. Wibier, "De hanteerbaarheid van de faillissementspauliana", in: *WPNR*, no. 7317, 2021, p. 227 – 229.

Widen 2007

William H. Widen, "Corporate Form and Substantive Consolidation", in *Geo. Wash. L. Rev.*, vol 75:237 (2007), p. 238 – 323.

Williamson 1971

O.E. Williamson, "The vertical integration of production: Market failure considerations", in: *American Economic Review*, LXI (2), mei 1971, p. 112 – 123.

Williamson 1979

O.E. Williamson, "Transaction costs economics: The governance of contractual relations", in: *Journal of Law and Economics*, XXII (2), oktober 1979, p. 269 – 296.

Williamson 2002

O.E. Williamson, "The theory of the firm as governance structure: from choice to contract", in: *Journal of economic perspective*, volume 16, no. 3, 2002, p. 171 – 195.

Winter 1992

J.W. Winter, *Concernfinanciering*, Deventer: Kluwer, 1992.

Winter 2002

J.W. Winter, "De Europese vennootschap als sluis voor in- en uitvoer van vennootschapsrecht", in: *NJB*, aflevering 43, 2002, p. 2034 – 2040.

Winter en Timmerman 2012

J.W. Winter en S. Timmerman, "Draagplicht in concernverhoudingen", in: *Maandblad Vermogensrecht*, no. 12, 2012.

Winter 2019

J.W. Winter, "Ontmenselijking van de grote onderneming", in: *Ondernemingsrecht* 2019/2.

Winter e.a. 2020

J. W. Winter e.a., “Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoorde deelname aan het maatschappelijk verkeer”, in: *Ondernemingsrecht* 2020/86.

Winter e.a. 2021

J.W. Winter e.a., “Naar een maatschappelijke zorgplicht voor bestuurders en commissarissen Een antwoord op reacties”, in: *Ondernemingsrecht* 2021/6.

Winter, Wezeman en Schoonbrood, Van de BV en de NV 2022

J.W. Winter, J.B. Wezeman, & J.D.M. Schoonbrood, *Van de BV en de NV*, Deventer: Wolter Kluwer, 2022.

White en Summers 2010

J.J. White en R.S. Summers, *Uniform Commercial Code*, St. Paul: West Publishing Co, 2010.

Wonnell

C. Wonnell, *Ex ante efficiency and ex post equality*, https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=ALEA2010&paper_id=8 (bezocht mei 2017).

Wood 1994

P. R. Wood, “Principles of netting: a comparative study”, in: *NIBE-bankjuridische reeks*, no. 20, Amsterdam: NIBE, 1994.

Wood 2007

P.R. Wood, “Principles of international insolvency (Volume 1)”, in: *The law and practice of international finance series*, London: Sweet & Maxwell, 2007.

Wood 2007 – b

P.R. Wood, “Comparative law of security interests and title finance (Volume 2)”, in: *The law and practice of international finance series*, London: Sweet & Maxwell, 2007.

Worthington 2010

S. Worthington, “An ‘Unsatisfactory area of law’ – fixed and floating charges yet again”, in: *International Corporate Rescue – special issue*, Hertfordshire, Chase Cambria Company (Publishing) ltd, 2010.

Van der Zee en Gideonse 2021

M.R. van der Zee en B. Gideonse, “Het belang van de klassenindeling onder de WHOA”, in: *Onderneming en Financiering* 2021 (29) 1, p. 34 – 43.

Zetteler, Verwey, Feenstra, Schreurs, (red.), De Curator en het Concern Insolad Jaarboek 2017

Ph.W. Schreurs, E.L. Zetteler, E.J.R. Verwey, R.F. Feenstra, (red.), *De Curator en het Concern Insolad Jaarboek*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Jurisprudentie

Duitsland

- BGH van 17 maart 1966, 45 BGHZ 204 ('Rektor').
- BGH van 25 februari 1982, BGHZ 83, 122 (Holzmüller).
- BGH van 16 september 1985, 95 BGHZ 330, 330 ('Autokran').
- BGH van 21 april 1997 ARAG/Garmenbeck (BGHZ 135, 244, 253 f).
- BGH 8 december 1998, zaak XI ZR 302/97.
- BGH van 17 september 2001, II ZR178/99 BGHZ 149 (Bremer Vulkan).
- BGH van 24 juni 2002, II ZR 300/00 (KBV).
- BGH van 26 april 2004, BGHZ 159, 30 (Gelatine).

Nederland

- HR 23 december 1949, NJ 1950, 262 (Boendermaker / Schopman).
- HR 25 september 1981, NJ 1981, 443 (Osby).
- HR 25 september 1987, NJ 1988, NJ 1988 / 136 (Van Kempen en Begeer / Zilfa en DCW).
- HR 19 februari 1988, NJ 1988, 487 (Albada Jelgersma).
- HR van 6 oktober 1989 (ECLI:NL:HR:1989:AB9521; Beklamel).
- HR van 12 juni 1998 (ECLI:NL:HR:1998:ZC2669; Coral/Stalt), m.nt. P. van Schilfgaarde).
- HR 8 november 1991, NJ 1992, 174 (Nimox).
- HR 13 december 1991, NJ 1992, 279 (Van den Berg / UVO-Lopik).
- Conclusie van de Adv. Gen. van 24 april 1992 (ECLI:NL:PHR:1992:22; Montana)
- HR van 22 mei 1992 (ECLI:NL:HR:1992:ZC0615; Montana).
- HR van 14 oktober 1994, NJ 1995, 447 (Stichting Rivierenland / Gispen q.q.).
- HR 19 mei 1995, NJB 119 (Keereweer qq / Sogelease).
- HR 9 juni 1995, NJ 1996, 213 (Krijger / Citco).
- HR van 10 januari 1997, LJV ZC2243, NJ 1997/360 (Staleman / Van de Ven).
- HR van 16 mei 1997 *Brandsma q.q. / Hansa Chemie*, NJ 1998, 585.
- HR 13 oktober 2000, NJ 2000 / 238 (Rainbow).
- Hof Arnhem 16 januari 2001, JOR 2004/8 (Scob / Van der Pol).
- HR van 8 juni 2001 (ECLI:NL:HR:2001:AB2035; Panmo).
- HR 19 oktober 2001 (ECLI:NL:HR:2001:ZC3654).
- HR 14 december 2001, *zaaknummer R01/029HR*.
- Rb. 7 augustus 2002, JOR 2002/173 (Wittke / NEM).
- HR 20 HR van 20 september 2002 (Mulder/Rabobank) m. nt. W.M. Kleijn.
- HR 21 december 2001, NJ 2005, 96; JOR 2002/38 (Sobi / Hurks).

HR van 8 april 2005, NJ 2006, 443 (Laurus).

Rechtbank Amsterdam van 5 juli 2005 (Carrier – I).

HR van 8 juli 2005, NJ 2005, 457 (Van Dooren q.q. / ABN AMRO II).

Gerechtshof Amsterdam van 5 november 2005 (ACLI:NL:GHAMS:2005:8881).

HR van 18 november 2005, 151 (BLT Lease).

Rb. Amsterdam 22 mei 2006, JOR 2006 / 178 (AHOLD).

HR van 8 december 2006 (ECLI:NL:HR:2006:AZ0758; Ontvanger/Roelofsen).

de Rechtbank 6 juni 2007, JOR 2008, m.nt. Faber (Aerts q.q./Rabobank en FGH).

HR van 13 juli 2007, BA7970, R07/102HR (ABN AMRO).

HR van 14 september 2007 NJ 2007, 610; JOR 2007/237 (Versatel I).

HR van 14 september 2007, NJ 2007, 612; JOR 2007/239 (Versatel III).

Rechtbank Amsterdam van 17 december 2008 (ECLI:NL:RBAMS:2008:BI2613).

Gerechtshof Leeuwarden 3 maart 2009 (ECLI:NL:GHLEE:2009:BH5277).

HR van 23 maart 2008 (ECLI:NL:HR:2008:BC2726).

HR 11 september 2009 (ECLI:NL:HR:2009:BH4033)

HR van 22 december 2009 (ECLI:NL:HR:2009:BI8493).

HR van 26 maart 2010 (ECLI:NL:HR:2010:BK9654; ING/Zandvliet).

HR van 9 juli 2010 (ECLI:NL:HR:2010:BM0976; ASMI).

Conclusie van de Adv.Gen Langmeijer van de HR van 20 januari 2012 (ECLI:NL:PHR:2012:BU8515).

HR van 20 januari 2012 (ECLI:NL:HR:2012:BU851).

Conclusie van de Adv. Gen. Hammerstein van 3 februari 2012 (ECLI:NL:PHR:BT6947; ING verzamel pandakte).

HR van 3 februari 2012 (ECLI:NL:HR:BT6947; ING verzamel pandakte).

HR van 6 april 2012 (ECLI:NL:HR:2012:BV1523).

HR 6 april 2012, (ECLI:NL:HR:2012:BU3784; ASR/Achmea).

HR van 13 juli 2012, zaakno. 10/05295 (Janssen q.q. / JVS Beheer).

HR van 12 juli 2013 (ECLI:NL:HR:2013:BZ9145; VEB c.s./KLM).

HR van 4 april 2014 (ECLI:NL:HR:2014:797; Cancun).

Conclusie van de Adv. Gen. Wattel van de HR van 5 februari 2015 (ECLI:NL:PHR:2015:73).

HR van 20 maart 2015 (ECLI:NL:HR:2015:661 - SNS).

HR van 18 september 2015 (ECLI:NL:HR:2015:2674).

HR van 16 oktober 2015 (ECLI:NL:HR:2015:3023; Lage Landen).

HR 7 oktober 2016 (ECLI:NL:HR:2016:2285).

Rechtbank Noord-Nederland 8 december 2016 (ECLI:NL:RBNNE:2016:5613).

Conclusie van Adv. Gen. Timmerman van 10 februari 2017 (ECLI:NL:PHR:2017:112).

HR van 7 april 2017 (ECLI:NL:HR:2017:635).
Gerechtshof Amsterdam van 29 mei 2017 (ECLI:NL:GHAMS:2017:1965).
Conclusie van de Adv. Gen. van 30 november 2018 (ECLI:NL:PHR:2018:1378).
HR van 21 december 2018 (ECLI:NL:HR:2018:2370; Geocopter).
HR van 22 februari 2019 (ECLI:NL:HR:2019:268).
HR van 12 april 2019 (ECLI:NL:HR:2019:576).
Conclusie van de Adv. Gen. van 5 juli 2019 (ECLI:NL:PHR:2020:798; Ingwersen q.q./Kromme Leek c.s.).
HR van 15 november 2019 (ECLI:NL:HR:2019:1789).
HR van 17 januari 2020 (ECLI:NL:HR:2020:73; Ingwersen q.q./Kromme Leek c.s.).
HR van 3 april 2020 (ECLI:NL:HR:2020:590).
Gerechtshof Arnhem – Leeuwarden van 20 april 2021 (ECLI:NL:GHARL2021:3796).
Rechtbank Den Haag 26 mei 2021 (ECLI:NL:RBDHA:2021:5337).
Conclusie van de Adv. Gen. Widdershoven en Wattel van 7 juli 2021 (ECLI:NL:RVS:2021:1468).
Afdeling van 2 februari 2022 (ECLI:NL:RVS:2022:285).

Verenigd Koninkrijk / Common Wealth

Henriques v. Dutch West India Co. [1730] 2. Ld. Raym. 1535 (House of Lords).
Dearly vs. Hall [1823] 3 Russ 1, 38 ER 475.
Holroyd vs. Marshall [1862] 10, 191.
Re Panama, New Zealand and Australian Royal Mail Co [p1870] 5.
Salamon vs A. Salamon & Co Ltd [1897] AC 22 (House of Lords).
Re Yorkshire Woolcombers Association Ltd [1903] 2 KB 999.
Illingworth vs. Houldworth [1904] AC 355.
Tunstall vs Steigman [1962] 2 QB, [1962] 2 All ER 417 (Court of Appeal).
D.H.N. Food Distributors Ltd. v. Tower Hamlets London Borough Council [1976] 1 W.L.R. 852.
Woolfson v Strathclyde RC [1978] UKHL 5.
Siebe Gorman & Co. Ltd. Vs. Barclays Bank Ltd. [1979] 2 Lloyds Rep. 142.
Lonhro ltd. vs. Shell Petroleum Co. Ltd [1980] 1 WLR 627.
Re Atlantic Computer System plc [1990] BCC 859.
Adams v Cape Industries Plc. [1990] 2 WLR 786, HL.
Re Polly Peck International plc (in administration), Chancery Division (Companies Court) [1962] 2 ALL ER 433; [1996] 1. BCLC 428; [1996] BCC 486.
Stein v. Blake [1995] 2 WLR 710.
Raiffeisen Zentralbank Österreich AG v Five Star General Trading LLC [2001] EWCA Civ 68, [2001] QB 825.

In re Daisytek-ISA Ltd. [2003] BCC 562.
Re Spectrum Plus Ltd [2005] UKHL 41, [2005] 2 AC 680.
Stone&Rolls Ltd. v. Moore Stephens [2009] UKHL 39, [2009] 1 AC 1391, [249].
Prest v. Petrodel Resources Ltd. [2013] UKSC 34.
Ungowe v. Vedanta [2019] UKSC 20.
Okpabi v Royal Dutch Shell Plc [2021] UKSC 3.

Verenigde Staten

Gibbons v. Ogden, 9 Wheaton 1 (1824).
Bank of Augusta v. Earle, 38 US 519, 597 (1839).
Paul v. Virginia, 75 US 168 (1868).
United States v. E.C. Knight, 156 US 1 (1895).
Dodge v. Ford Motor Co. 204 Mich, 459, 170 NW 668 (1919).
Home Insurance Co v Dick, 281 US 397 (1930).
Lowendal v. Baltimore & Ohio Railroad 247 AD (NY App. Div., 1936).
Guth v. Loft, 5 A 2d 503, 510 (Del. 1939).
Taylor v. Standard Gas&Electric, 306 US 307 (1939).
Pepper v. Lipton, 308 US 295 (1939).
Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp 313 US 215 en 600 (1941).
Casey v. Woodruff, 49, NYS2d 625, 643 (Sup. Ct. 1944).
Kahn v. Transamerica Corp. 162 F.2d 36 (3d Cir. 1947).
Comstock v. Group of Inst. Investors, 335 U.S. 211 (1948).
Pan Pacific Sash & Door v. Greendale park 333 P.2d 802 (Cal. App. 1958).
Chemical Bank New York Trust Co. v. Kheel 369 F.2d 845 (2d. Cir. 1966).
Walkovszky v. Carlton 18 NY 2nd 414, 276, NYS 2nd 585, 223 NE 2nd 6 (1966).
Shlensky v. Wrigley 237 NE2d 776 (Ill. App. 1968).
Sinclair v. Levien 280 A.2d 717 (Del. 1971).
Re Vecco Construction Industries Inc BR 407 (Bankr. ED Va. 1980).
Aronson, et al. v. Lewis, 473 A 2d 805 (Del. 1984).
Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del 1985).
Drabkin v. Midland-Ross Corp. (in Re Auto-Train Corp. Inc.) 810 F 2d. 270, 277 (DC Cir. 1987).
Union Saving Bank v. Augie / Restivo Banking Co. 86 F. 2d 515, 518 (2d Cir. 1988).
Levit v. Ingersoll Rand Financial Corporation (In re V.N. Deprizio Construction Corporation), 874 F.2d 1186 (7th Cir. 1989).
Credit Lyonnais bank Nederland NV v. Pathe Communications Corp, 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991).

United States v. Lopez, 514 U.S.549 (1995).

Sony Elecs. Inc. V. Daisytek Inc (Re Daisytek Inc), 2004 WL 1698284, 1 (ND Tex. July, 2004).

In re Owens Corning, 419 F.3d 195 (3d Cir. 2005).

Stone v. Ritter 911 A.2d 362 (Del. 2006).

Uitspraken van Europese rechters en beschikkingen van de Europese Commissie

HvJ van 22 maart 1983, zaak 34/82 (Peters/ZNAV).

HvJ van 12 juli 1984, zaak C-170/83 (Hydrotherm Gerätebau vs. Andreoli).

HvJ van 14 november 1984, zaak 323/82 (Intermills).

HvJ van 10 juli 1986, zaak C-79/85 (Segers).

HvJ van 27 september 1988, zaak C-81/87 (Daily mail).

HvJ van 10 januari 1990, zaak C-115/88 (Reichert I).

HvJ van 7 maart 1990, zaak C-69/88 (Krantz).

GvEA van 10 maart 1992, zaak T-11/89 (Shell vs. Commissie).

HvJ van 25 juli 1991, zaak C-221/89 (Factortame II).

HvJ van 26 maart 1992, zaak C-261/90 (Reichert II).

HvJ van 30 november 1995, zaak C-55/94 (Gebhard).

Conclusie van de Adv. Gen. Jenz van 25 april 1996, zaak C-73/95 P (Viho/Commissie).

GvEA van 18 september 1996, zaak T-387/94 (Asia Motor France (no. 3)).

HvJ van 24 oktober 1996, zaak C/73/95 P (Viho/Commissie).

HvJ van 9 maart 1999, zaak C-212/97 (Centros).

HvJ van 16 maart 1999, zaak C – 222/97 (Trummer en Mayer).

HvJ van 5 oktober 2000, zaak C – 376/98 (Tabacco advertising).

Conclusie van Adv. Gen. d. Ruiz-Jarabo van 4 december 2001, zaak C-208/00 (Überseering).

HvJ van 4 juni 2002, zaak C-367/98 (Commissie vs. Portugal).

HvJ van 5 november 2002, zaak C-208/00 (Überseering), m. nt. Vlas.

Conclusie van Adv. Gen. S. Alber van 30 januari 2003, zaak C-167/01 (Inspire Art).

HvJ van 30 september 2003, zaak C-167/01 (Inspire Art).

Conclusie van Adv. Gen. Tizzano, zaak C-411/03 (SEVIC).

Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 13 maart 2014, zaak C-48/13 (Nordea Bank).

HvJ van 17 juli 2014, zaak C-48/13 (Nordea Bank).

GvEA van 15 september 2005, zaak T-325 /01 (DaimlerChrysler).

Conclusie van Adv. Gen. Jacobs van 27 september 2005, zaak C-341/04 (Eurofood).

HvJ van 13 december 2005, zaak C-411/03 (SEVIC).

HvJ van 13 december 2005, zaak C-446/03 (Marks&Spencer).

Conclusie van de Adv. Gen. Léger van 9 februari 2006, gevoegde zaken C-182/03 en C-217/03 (België en Forum 187 VZW).

HvJ van 2 mei 2006, zaak C-341/04 (Eurofood).

HvJ van 22 juni 2006, gevoegde zaken C-182/03 en C-217/03 (België en Forum 187 VZW).

Conclusie van de Ad. Gen. Kokott van 4 september 2008, zaak C-418/07 (Papillon).

Conclusie van Adv. Gen. Ruiz – Jarabo Colomer van 16 oktober 2008, zaak C-339 / 07 (Deko Marty).

HvJ van 27 november 2008, zaak C-418/07 (Papillon).

HvJ van 16 december 2008, zaak C-210/06 (Cartesio).

HvJ van 12 februari 2009, zaak C-339 / 07 (Deko Marty).

HvJ van 10 september 2009, zaak C – 97/08 P (AKZO).

Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 19 november 2009, zaak C-337/08 (X-holding).

HvJ van 25 februari 2010, zaak C-337/08 (X-holding).

HvJ van 16 december 2010, zaak C-480/09 P (AceaElectrabel).

Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 10 maart 2011, zaak C-396/09 (Interedil).

HvJ van 20 oktober 2011, zaak C-369/09 (Interedil).

Conclusie van Adv. Gen. Kokott van 8 september 2011, zaak C-371/10 (National Grid Indus).

HvJ van 29 november 2011, zaak C-371/10 (National Grid Indus).

Conclusie van Adv. Gen. N. Jääskinen van 15 december 2011, zaak C-378/10 (Vale).

HvJ van 21 december 2011, zaak C-271/09 (Commissie vs. Polen).

HvJ van 12 juli 2012, zaak 378/10 (Vale).

HvJ van 20 juni 2013, zaak C-186/12 (Impacto Azul).

Conclusie van de Adv. Gen. Jääskinen van 16 april 2013, zaak C-105/12 tot en met C – 107/12 (Essent, Eneco en Delta vs. Nederland).

HvJ 22 oktober 2013, zaak C-105/12 tot en met C – 107/12 (Essent, Eneco en Delta vs. Nederland).

Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 27 februari 2014, zaken C- 39/13 tot en met C-39/41 (SCA Holding e.a.).

Beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38374 (Starbucks).

Beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38375 (Fiat Finance and Trade).

Beschikking van de Europese Commissie van 11 juni 2014, zaak SA.38373 (Apple).

HvJ van 12 juni 2014, gevoegde zaken C- 39/13 tot en met C-39/41 (SCA Holding e.a.).

Beschikking van de Europese Commissie van 7 oktober 2014, zaak SA.38944 (Amazon).

Beschikking van de Europese Commissie van 3 februari 2015, zaak SA.37667 (Belgische overwinstregeling).

Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 16 april 2015, zaak C-66/14 (Finanzamt Linz).

Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 11 juni 2015, zaak C-386/14 (Group Steria SCA).

HvJ van 2 september 2015, zaak C-386/14 (Group Steria SCA).

Conclusie van de Adv. Gen. Wathelet van 3 september 2015, zaak C-338/14 (Timac Agro).
HvJ van 15 oktober 2015, zaak 310/14 (Nike / Sportland Oye).
Beschikking van de Europese Commissie van 21 oktober 2015, zaak SA.38374, C(2015), 7143 def. (Starbucks).
Beschikking van de Europese Commissie van 21 oktober 2015, zaak SA.38375, C(2015), 7152 def. (Fiat Finance and Trade).
Beschikking van de Europese Commissie van 3 december 2015, zaak SA.38945 C(2015) 8343 def. (McDonalds).
HvJ van 17 december 2015, zaak C-388/14 (Timac Agro).
HvJ van 6 oktober 2015, zaak C-66/14 (Finanzamt Linz).
HvJ van 10 december 2015, zaak C-594/14 (Kornhaas vs. Dithmar).
Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 12 mei 2016, zaak C-593/14 (Masco Denmark).
HvJ van 26 mei 2016, zaak C-48/15 (Belgische Staat vs. NN (L) International SA).
Conclusie van de Adv. Gen. Wathelet van 28 juli 2016, gevoegde zaken C-20/15 en C-21/15P (World Duty Free Group e.a.).
HvJ van 29 september 2016, zaak C-492/14 (Essent Belgium).
Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 17 november 2016, zaak C-68/15.
Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 21 december 2016, zaak C-646/15.
Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 4 mei 2017, zaak C-106/16 (Polbud).
HvJ van 17 september 2017, zaak C – 6/16 (Eqion SAS en Enka vs. Frankrijk).
HvJ van 25 oktober 2017, zaak C-106/16 (Polbud).
Conclusie van de Adv. Gen. Bobek van 14 december 2017, zaak C-382/16 (Hornbach).
Conclusie van Adv. Gen. Mengozzi van 20 december 2017, zaak C-480/16 (Fidelity Funds).
HvJ van 22 februari 2018, zaak C-398 / 16 en C – 399/ 16 (X BV en X NV).
Conclusie van de Adv. Gen. Bobek van 21 juni 2018, zaak C – 337/17 (Feniks).
HvJ 21 juni 2018, zaak C-480/16 (Fidelity Funds).
HvJ van 4 oktober 2018, zaak C – 337/17 (Feniks).
HvJ van 22 november 2018, zaak C-625/17 (Voralberger Landes- und Hypothekenbank AG vs. Finanzamt Feldkrich).
Conclusie van de Adv. Gen. Kokott van 10 januari 2019, zaak C-608/17 (Skatteverket vs. Holmen AB).
HvJ van 27 februari 2019, zaak C-563/17 (Associação Peço a Palavra e.a.).
HvJ van 19 juni 2019, zaak C-608/17 (Skatteverket vs. Holmen AB).
Gerecht van Eerste Aanleg van 24 september 2019, gevoegd zaken T – 760/15 en T – 636/15.
Gerecht van Eerste Aanleg van 24 september 2019, gevoegd zaken T – 755/15 en T – 759/15 (Fiat).
HvJ van 9 oktober 2019, zaak C – 548/18.

HvJ van 16 juli 2020, zaak C-253/19.

Conclusie van Advocaat Generaal Pitruzzella van 15 april 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz).

Gerecht van Eerste Aanleg van 14 juli 2021, zaak T – 648/19 (Nike).

HvJ van 6 oktober 2021, zaak C-882/19 (Sumal vs. Mercedes Benz).

HvJ van 24 maart 2002, zaak C – 723/20 (Galapagos).

Europese regelgeving

Eerste Richtlijn 68/151/EEG van de Raad van 9 maart 1968 strekkende tot het coördineren van de waarborgen, welke in de Lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van de tweede alinea van artikel 58 van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, zulks ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken.

Tweede Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, tweede alinea, van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken.

Vierde Richtlijn 78/660/EEG van de Raad van 25 juli 1978 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g), van het Verdrag betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen.

Zevende Richtlijn 83/349/EEG van de Raad van 13 juni 1983 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g) van het Verdrag betreffende de geconsolideerde jaarrekening.

Richtlijn 88/361/EEG van de Raad van 24 juni 1988 voor de uitvoering van artikel 67 van het [EG-]Verdrag.

Bekendmaking van de Europese Commissie van 9 december 1997 inzake de bepaling van de relevante markt voor het gemeenschappelijke mededingingsrecht (*PbEG*, C/372/5).

Verordening nr. 2157/2001 van de Raad van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE) (*PbEG*, L 294/1).

Mededeling van de Commissie van 25 juli 2001 over Europese Governance – een witboek (COM (2001) 428 def).

Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten (PbEG L 168/43).

Mededeling van de Commissie van 11 december 2002 over Naar een krachtige cultuur van raadpleging en dialoog - Voorstel inzake algemene beginselen en minimumnormen voor raadpleging van de betrokken partijen door de Commissie (COM (2002) 704 def.)

Mededeling van de Commissie van 11 december 2002 over het bijeenbrengen en benutten van deskundigheid door de Commissie: beginselen en richtsnoeren; “verbetering van de kennisbasis voor beter beleid” (COM (2002) 713 def.)

Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement van 21 mei 2003 over de Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – een Actieplan (COM (2003) 284 def.)

Mededeling van de Commissie van 1 oktober 2004 betreffende Communautaire richtsnoeren inzake reddings- en herstructureringssteun aan ondernemingen in moeilijkheden (*PbEU*, C 244/02).

Green paper from the Commission of 1st July 2010 on policy options for progress towards a European Contract Law for consumers and businesses (COM(2010)348 final).

Richtlijn 2011/7/EU van 16 februari 2011 betreffende bestrijding van betalingsachterstand bij handelstransacties.

European Commission of 30th November 2011 concerning a proposal for a regulation of the European parliament and the council establishing a programme for the competitiveness of enterprises and small and medium – sized enterprises (2014 – 2020) (COM (2011) 834 final).

Mededeling van de Commissie van 12 december 2012 over Een nieuwe Europese aanpak van faillissementen en insolventie (COM(2012) 742 def.).

Communication from the Commission of 12th December 2012 concerning an Action plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies.

Voorstel van de Europese Commissie van 12 december 2012 voor een Verordening tot wijziging van de Verordening (EG) nr. 1346/200 van de Raad betreffende insolventieprocedures (COM (2012) 744 def.)

Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en van de Raad van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen.

Verordening (EU) nr. 1407/2013 van 18 december 2013 betreffende de toepassing van de artikelen 107 en 108 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie op de de-minimissteun.

Aanbeveling van de Commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissementen en insolventie (2014/135/EU).

Mededeling van de Commissie van 31 juli 2014 over de Richtsnoeren voor reddings- en herstructureringssteun aan niet-financiële ondernemingen in moeilijkheden (2014/C 249/01).

Mededeling van de Europese Commissie van 17 juni 2015 over een eerlijk en efficiënt systeem van vennootschapsbelasting in de Europese Unie: 5 speerpunten voor acties, (COM (2015) 302 def).

Mededeling van de Europese Commissie van 30 september 2015 over een Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie (COM (2015) 468 def.).

Commission staff working document of 30th September 2015 about an economic analysis on the Action Plan on building a capital markets union (SWD (2015) 183 final).

Voorstel van de Europese Commissie van 12 april 2016 voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU wat betreft openbaarmaking van informatie over winstbelasting door bepaalde kantoren en bijkantoren (COM(2016) 198 def.).

Voorstel van 22 november 2016 voor een Richtlijn betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures (COM (2016) 723 def.).

Richtlijn (EU) 2017/1132 van het Europees parlement en de raad van 14 juni 2017 aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht.

Proposal of the European Commission of 12th March 2018 for a regulation on the law applicable to the third-party effects of assignments of claims (COM (2018) 96 final).

Communication from the European Commission 23th October 2018 concerning The principles of subsidiarity and proportionality: Strengthening their role in the EU's policymaking (COM (2018) 730 final).

Mededeling van de Europese Commissie van 15 april 2019 betreffende Betere regelgeving: inventarisatie en verdere inzet (COM(2019) 178 def.).

Richtlijn (EU) 2019/944 van 5 juni 2019 betreffende gemeenschappelijke regels voor de interne markt voor elektriciteit

Richtlijn (EU) 2019/1023 van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsel, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en herstructurering.

Mededeling van de Europese Commissie van 24 september 2020 betreffende een kapitaalmarktunie ten dienste van mensen en ondernemingen – een nieuw actieplan (COM (2020) 590 def.).

Handels- en Samenwerkingsovereenkomst van 30 april 2021 (*PbEU* 2021, L 149/11).

Richtlijn (EU) 2021/2101 van 24 november 2021 tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU wat betreft de openbaarmaking van informatie over de winstbelasting door bepaalde ondernemingen en bijkantoren.

In dit boek staat de financiering van een internationaal concern centraal. Het uitgangspunt is een concern met concernonderdelen in Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Daarnaast is een concern beschreven dat in de Verenigde Staten actief is.

De financiers van het concern zijn de bank (concernfinanciering) en de leverancier (leverancierskrediet). Het boek draait om de analyse van de rechtsverhouding van deze partijen met het concern. De bank zorgt ervoor dat deze alle concernonderdelen kan aanspreken op nakoming van de afspraken. De leverancier kan alleen een concernonderdeel aanspreken.

In de Europese Unie kunnen de bank en de leverancier in hun rechtsverhouding met een internationaal concern te maken hebben met verschillen in recht. Dat komt omdat elke lidstaat zelf keuzes in het recht kan maken en de belangen van de bank respectievelijk de leverancier anders kan wegen. In dit boek zijn op hoofdlijnen de verschillen in kaart gebracht van het rechtspersonen-, faillissements- en zekerhedenrecht. Er is een vergelijking met de Verenigde Staten gemaakt, omdat het recht daar uniformer is.

De hoofdvraag is welke lessen de Europese Unie kan trekken uit de juridische ordening van de Verenigde Staten. Moet het recht in de Europese Unie uniformer of moeten lidstaten zelf keuzes kunnen blijven maken? Leidt uniformiteit tot een betere verdeling van de transactiekosten tussen het concern, de bank of de leverancier?

Om antwoord op de vragen te geven is gekeken of een vrije rechtskeuze nodig is zodat partijen zelf het recht van een lidstaat kunnen kiezen dat voor hen tot de laagste transactiekosten leidt. Vervolgens is geanalyseerd of een lidstaat met een bepaling in het recht een onnodige belemmering oplegt in de interne Europese markt. Tot slot, zijn argumenten onderzocht of uniformering per saldo tot lagere transactiekosten kan leiden.