

De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote

Schiet het Hof ook horizontaal?

Steven Peeters

Onder wetenschappelijke leiding van Prof. Dr. Koen Geens en Carl Clottens

1. INLEIDING

Wanneer mensen gezamenlijk een onderneming starten met gemeenschappelijke middelen, zal onmiddellijk de vraag rijzen wie het recht heeft om de belangrijke beslissingen in die onderneming te nemen. Vanuit onze politiek democratische achtergrond luidt het intuïtieve antwoord dat elke persoon evenveel stemrecht moet hebben. Dat principe wordt gerespecteerd in een personenvennootschap, die wordt opgericht met het primaire doel om samen met de andere vennoten een activiteit op te starten. In de filosofie van een kapitaalvennootschap daarentegen, past dat principe *één hoofd, één stem* niet. Kapitaalvennootschappen worden immers eerder opgericht met het oog op het samenbrengen van het kapitaal van de aandeelhouders. In die vennootschappen zijn de rechten en plichten van de aandeelhouders dan ook verbonden aan hun deel in het kapitaal, dus aan hun aandelen. De factor waaraan het stemrecht wordt gekoppeld is niet de persoon op zich, maar wel het aantal aandelen waarover hij beschikt. Logischerwijs zou de beslissingsmacht van een aandeelhouder in principe evenredig moeten zijn met het deel van het kapitaal dat hij bezit. In zoverre aandelen een gelijke waarde hebben, zal aan elk aandeel dus één stem verbonden worden (*One Share, One Vote – ISIV*).

Op die manier worden de aandeelhouders gelijk behandeld. Soms worden bepaalde aandeelhouders echter *gelijker* behandeld dan anderen. Hun stem krijgt relatief gezien meer gewicht dan dat men zou verwachten aan de hand van de verdeling van het kapitaal. Dat kan onder andere door aan bepaalde aandelen dubbel stemrecht te koppelen, door te vereisen dat de houder van die aandelen zijn fiat moet geven voor belangrijke beslissingen of door hem het recht te geven om bestuurders te benoemen. Dat noemt men *Golden Shares*. De draagwijdte van die term wordt vaak beperkt tot bijzondere rechten die aan de Staat toegekend worden. Dat komt omdat het Hof van Justitie tot op heden enkel daarover uitspraak heeft gedaan. Particulieren kunnen echter ook zulke aandelen met bijzondere rechten krijgen (zoals de Nederlandse

prioriteits aandelen). In deze bijdrage worden ook die bijzondere aandelen onder de term Golden Shares begrepen.

Golden Shares hebben tot doel om aan een minderheid extra controlerechten te geven. Dat kan echter tot gevolg hebben dat die minderheid op een zodanig doeltreffende wijze wordt beschermd, dat potentiële kopers (al dan niet afkomstig uit andere lidstaten) worden afgeschrikt om nog aandelen van die vennootschap te kopen. In dat geval komt het *vrij verkeer van kapitaal* onder druk te staan. In deze bijdrage wordt bestudeerd in welke mate het Hof van Justitie, aan de hand van het vrij verkeer van kapitaal, toezicht kan uitoefenen op die afwijkingen van het ISIV-beginsel. De link met het vrij verkeer van kapitaal moet steeds gelegd worden. Het Hof controleert immers niet de naleving van het ISIV-beginsel op zichzelf, maar komt enkel tussenbeiden in zoverre het vrij verkeer van kapitaal belemmerd wordt.

Die problematiek is erg actueel. In het najaar van 2007 haalden de Golden Shares regelmatig de pers. Enerzijds claimden zowel de Franse als de Belgische overheid een Golden Share naar aanleiding van de fusie tussen Suez en Gaz de France, om het beleid van de nieuwe energiereus niet volledig uit handen te geven. Op 23 oktober 2007 werd het Duitse *Volkswagengesetz* door het Hof van Justitie strijdig geacht met het vrij kapitaal van kapitaal. Die wet gaf een bevoorrechte behandeling aan de bondsrepubliek Duitsland en de deelstaat Neder-Saksen. Hoewel het Hof daarbij een vaste rechtspraak voortzette, werd het arrest toch met veel aandacht bekeken. Het Hof mengde zich namelijk in de historische ‘checks & balances’ van één van de grootste Duitse (geprivatiseerde) ondernemingen en raakte aldus het hart van de Duitse industrie.

Bovendien is er ook op het vlak van de horizontale werking van de fundamentele verdragsvrijheden recentelijk beweging op te merken. Of het vrij verkeer van kapitaal horizontaal ingeroepen kan worden en het Hof aldus kan optreden tegen Golden Shares ten gunste van particulieren, blijft een open vraagstuk. De rechtspraak is in volle evolutie. Op 11 december 2007 heeft het Hof in het arrest Viking een expliciete prejudiciële vraag naar de horizontale werking van de vrijheid van vestiging ten gunste van particulieren handig ontweken, ondanks het uitgebreid pleidooi van advocaat-generaal POIARES MADURO.

In delen 2 en 3 worden de twee belangrijkste concepten uitgelegd. Enerzijds ISIV, het beginsel waar de rechtspraak van het Hof van Justitie in de praktijk zou kunnen toe leiden. Anderzijds ook het vrij verkeer van kapitaal, de verdragsbepaling die het Hof uiteindelijk beschermt en die aldus de grenzen van de bevoegdheid van de ‘inmenging’ van het Hof bepaalt.

In deel 4 wordt de rechtspraak van het Hof van Justitie over Golden Shares ten gunste van overheden onderzocht. Bijzondere aandacht zal daarbij geschonken worden aan de verschillende soorten beperkingen die het Hof beoordeelt en aan het onderscheid tussen het privaatrechtelijk of publiekrechtelijk karakter van Golden Shares.

Deel 5 wordt gewijd aan de mogelijke horizontale werking van de fundamentele verdragsvrijheden, zowel op rechtstreekse als onrechtstreekse wijze. Aan de hand van rechtspraak van het Hof van Justitie in het kader van de andere vrijheden wordt onderzocht hoe het vrij verkeer van kapitaal mogelijk ook tussen particulieren kan werken.

Tenslotte wordt in deel 6 nagegaan wat de gevolgen van die mogelijke horizontale werking kunnen zijn voor het nationale Vennootschapsrecht en welke praktijken dan strijdig kunnen zijn met het vrij verkeer van kapitaal.

2. ONE SHARE, ONE VOTE (1S1V): EEN BESCHERMENSWAARDIGE REGEL?

2.1. ONE SHARE, ONE VOTE (1S1V)

Artikel 541, lid 1 van het Belgisch Wetboek van Vennootschappen geeft 1S1V weer. Daarin wordt bepaald dat wanneer de aandelen een gelijke waarde hebben, zij elk recht geven op één stem. Bovendien is dat artikel van openbare orde, zodat statutaire afwijkingen ervan de rechterlijke toetsing niet doorstaan.¹ De wettelijke uitzonderingen zorgen er echter voor dat ook in België 1S1V niet volledig geldt.²

De Europese Commissie heeft getracht om van die ‘aandeelhoudersdemocratie’ een nieuwe Europese regel te maken. In het eerste rapport van de ‘High Level Group of Company Law Experts’ werd dat beginsel in het kader van het openbaar bod als een basisprincipe aanzien waaraan elke Europese vennootschap zou moeten voldoen. Het rapport definieert het als de evenredigheid tussen het uiteindelijke economisch risico en de controle over de vennootschap. Meer bepaald moet het stemrecht verbonden zijn aan elk aandeel in het risicodragend kapitaal van een vennootschap, en alleen aan die aandelen. Bijgevolg moet de eigenaar van de meerderheid van het risicodragend kapitaal, controle kunnen uitoefenen over de vennootschap.³

De reden daarvoor is dat het juist de aandeelhouders zijn die het effect van de beslissingen zullen voelen. Terwijl de schuldeisers recht hebben op een vast bedrag, zullen de aandeelhouders uiteindelijk de gevolgen moeten dragen van

¹ M. WYCKAERT, *Kapitaal in N.V. en B.V.B.A.*, in *Reeks Rechtspersonen- en Vennootschapsrecht Jan Ronse Instituut*, Brasschaat, Biblo, 1995, 392.

² Zoals de mogelijkheid van aandelen zonder stemrecht, het stemrecht voor niet-volstorte aandelen en stemrechtbeperking (Art. 544 W.Venn); M. WYCKAERT, *o.c.*, 403-408; G.L. BALLON, K. GEENS en J. STUYCK, *Handels- en vennootschapsrecht*, Mechelen, Kluwer, 2003, 273-274.

³ Report of the High Level Group of COMPANY Law Experts on issues related to take-over bids, Brussels, 10 januari 2002, 3; A. KHATCHATURYAN, “Trapped in Delusions: Democracy, Fairness and the One-Share-One-Vote Rule in the European Union”, *European Business Organizations Law Review* 2007, (335) 336.

het goed of slecht beleid van de vennootschap. Zij delen immers in de winst en het verlies.⁴

Vanuit de vergelijking met de stemverdeling binnen ons politiek democratisch systeem en binnen de personenvennootschappen (één hoofd, één stem), lijkt 1S1V een rechtvaardige keuze binnen de logica van een kapitaalvennootschap. De eenheid waaraan de stemmen worden gekoppeld is daar immers niet het hoofd, maar wel het kapitaalsaandeel. Economische analyses tonen echter helemaal niet aan dat er zulke logische band is tussen aandeelhouderschap en stemrecht. De vraag of 1S1V economisch optimaal is, kan dan ook niet eenduidig worden beantwoord.⁵ De poging tot harmonisatie van die regel lokte dan ook een grote controverse uit.⁶

2.2. AFWIJKINGEN

Op verzoek van de Europese Commissie is er in 2007 een uitgebreid rechtsvergelijkend onderzoek gevoerd naar het respect voor de 1S1V-regel in Europese beursgenoteerde ondernemingen en het voorkomen van de verschillende afwijkingen op die regel.⁷ Voorbeelden daarvan zijn aandelen met meervoudig stemrecht, aandelen zonder stemrecht, piramidestructuren, stemrechtplafonds en bijzondere voorrechten gegeven aan de overheid (Golden Shares).

Een uitgebreide bespreking van de mogelijke afwijkingen op 1S1V valt echter buiten het bestek van deze bijdrage. Doorheen de analyse van de bestaande rechtspraak van het Hof van Justitie zal wel nader onderzocht worden in welke gevallen het Hof een afwijking strijdig bevond met het Europees Recht (zie deel 4).

3. TOETSINGSGROND VAN HET HOF VAN JUSTITIE: VRIJ VERKEER VAN KAPITAAL

3.1. DE DRAAGWIJDTE VAN HET VRIJ VERKEER VAN KAPITAAL

Het aanknopingspunt van waaruit het Hof van Justitie vertrekt in de strijd tegen afwijkingen van het 1S1V-beginsel, is het vrij verkeer van kapitaal.

⁴ F.H. EASTERBROOK en D.R. FISCHER, *The Economic structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 67-70.

⁵ A. KHATCHATURYAN, *o.c.*, (335) 341, FERRARINI, G., "One Share – One Vote: A European Rule?", *European Company and Financial Law Review* 2006, (147) 176.

⁶ Het resultaat van de Dertiende Richtlijn is dan ook erg getemperd door de opt-out en opt-in regeling. Zie J.M. NELISSEN GRADE, "De Dertiende Richtlijn betreffende het Openbaar Overnamebod", *T.R.V.* 2006, (104) 123.

⁷ SHEARMAN & STERLING LLP, *Proportionality between ownership and control in EU listed companies: comparative legal study*, 2007, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.

Artikel 56 van het EG-Verdrag stelt principieel dat alle beperkingen van kapitaalverkeer verboden zijn tussen lidstaten onderling of tussen lidstaten en derde landen.

Wat ‘**kapitaalverkeer**’ juist inhoudt, is in het EG-Verdrag niet gedefinieerd. Het Hof heeft zich voor de interpretatie van dat begrip al meermaals⁸, op indicatieve wijze, gebaseerd op de nomenclatuur uit bijlage 1 van richtlijn 88/361/EEG.⁹ Daarin is bepaald dat ‘kapitaalverkeer’ zowel directe als indirecte investeringen omvat. Onder *directe investeringen* wordt verstaan het verkrijgen van deelnemingen in een onderneming om een duurzame economische band te creëren. De aandeelhouder krijgt daarmee de mogelijkheid om deel te nemen aan het bestuur of de zeggenschap over de vennootschap. Bij *indirecte investeringen* daarentegen beoogt de investeerder geen medezeggenschap, de verwerving van effecten heeft een louter beleggingsdoel. Die investeringen worden dan ook vaak ‘portefeuillebeleggingen’ genoemd.¹⁰

Wat de ‘**beperkingen**’ van dat kapitaalverkeer betreft, reikt het toezicht van het Hof van Justitie verder dan een eerste lezing van artikel 56 EG-Verdrag laat uitschijnen. Het Hof heeft immers aanvaard dat het niet noodzakelijk is dat de bestreden beperking rechtstreeks of onrechtstreeks discrimineert tussen investeerders die al dan niet inwoner zijn van een lidstaat. Het verbod gaat verder dan het louter wegwerken van verschillende behandelingen tussen nationaliteiten. Ook beperkingen die investeringen (voor gelijk welke investeerder) aanzienlijk minder aantrekkelijk maken en daardoor de vrije kapitaalmarkt in de praktijk hypothekeren, worden beteugeld door artikel 56 EG-Verdrag. Daardoor worden immers indirect voorwaarden aan de markttoegang gekoppeld.¹¹

Het Hof van Justitie zal aldus kunnen optreden als bewaker van 1S1V, in zoverre de bestreden afwijking van 1S1V bovendien ook het vrij verkeer van kapitaal verhindert. In deel 4 zal aan de hand van de uitgebreide Golden Shares-rechtspraak onderzocht worden welke maatregelen door het Hof van Justitie als hinderend worden beschouwd voor het vrij verkeer van kapitaal.

3.2. VERHOUDING MET DE VRIJHEID VAN VESTIGING

Het Hof van Justitie zou zich voor de controle van 1S1V ook op de vrijheid van vestiging kunnen beroepen. Een aankoop van aandelen kan immers niet

⁸ H.v.J. Trummer en Meyer, nr. C-222/97, 16 maart 1999, www.curia.europa.eu, nr. 20-23. Met betrekking tot Golden Shares onder andere in: H.v.J. Commissie/Nederland, nr. C-282/04 en C-283/04 (KPN en TNT), 28 september 2006, www.curia.europa.eu; nr. 19.

⁹ Richtlijn van de Raad van 24 juni 1988 voor de uitvoering van artikel 67 van het Verdrag (artikel ingetrokken bij het Verdrag van Amsterdam), <http://eur-lex.europa.eu/>; L. FLYNN, “Coming of age: the free movement of capital case law 1993-2002”, *Common Market Law Review* 2002, (773) 776-778.

¹⁰ Conclusie AG Colomer in C-112-5 (Volkswagen AG), www.curia.europa.eu.

¹¹ H.v.J. Commissie/Portugal, nr. C-367/98, 4 juni 2002, www.curia.europa.eu, nr. 44; H.v.J. Commissie/Frankrijk, nr. C-483/99 (Elf-Aquitaine), 4 juni 2002, www.curia.europa.eu, nr. 40. C. BARNARD, *The substantive law of the EU*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 466-467.

alleen bekeken worden als een uitoefening van het vrij verkeer van kapitaal. Door de verkrijging van een participatie kan men ook stellen dat de verwerver zich heeft gevestigd op de plaats van de onderneming waarvan hij aandelen koopt. Hij maakt aldus gebruik van zijn vrijheid van vestiging. Dat idee blijkt nog duidelijker in het geval dat er een meerderheidsparticipatie is verworven.¹² Het Hof kiest in de Golden Share rechtspraak echter radicaal voor de toepassing van het vrij verkeer van kapitaal en gaat niet na of ook de vrijheid van vestiging geschonden wordt.¹³

Als reactie daartegen drukte Advocaat-Generaal COLOMER in zijn conclusie bij de Volkswagen AG zaak uitdrukkelijk zijn voorkeur uit voor de vrijheid van vestiging, als het gaat om beperkingen wat betreft de participatie in het besluitvormingsproces van de vennootschap of om beperkingen aangaande de bestuursbevoegdheid van de vennootschapsorganen. De band met kapitaalverschuivingen is dan zwak en hypothetisch. Hij besluit zijn kritiek echter met de overweging dat een dieper onderzoek naar de keuze tussen de twee vrijheden in de praktijk de moeite niet loont, aangezien het Hof ze toch op dezelfde wijze toepast.¹⁴

4. AFWIJKINGEN OP 1SIV DOOR DE STAAT: GOLDEN SHARES

4.1. INLEIDING

In 1997 heeft de Europese Commissie een mededeling verspreid waarin ze uiteenzet dat talrijke lidstaten de totstandkoming van de interne markt (een ruimte zonder binnengrenzen) in bepaalde gevallen, onder andere in het kader van privatiseringsprogramma's, trachten te controleren. De Commissie kondigde aan dat ze stappen zou ondernemen tegen de lidstaten die regelingen in stand houden die onverenigbaar zijn met het vrij verkeer van vestiging en kapitaal.¹⁵ Sinds de eeuwwisseling heeft het Hof van Justitie zich in dat kader al achtmaal uitgesproken over zogenaamde Golden Shares. De eerste zeven zaken werden aanhangig gemaakt door de Commissie op grond van artikel 226, lid 2 EG-Verdrag.¹⁶ Eind 2007 heeft het Hof voor het eerst een arrest

¹² V. KRONENBERGER, "The rise of the 'golden' age of free movement of capital: A comment on the golden shares judgments of the Court of Justice of the European Communities", *European Business Organisations Law Review* 2003, (115) 127-131.

¹³ H.v.J. Commissie/Portugal, nr. C-367/98, 4 juni 2002, www.curia.europa.eu, nr. 56.

¹⁴ Conclusie AG Colomer in C-112-5 (Volkswagen AG), www.curia.europa.eu, nr. 57-60.

¹⁵ Mededeling van de Commissie betreffende bepaalde juridische aspecten van de intracommunautaire investeringen, *Publicatieblad* Nr. C 220 van 19/07/1997, 15-18.

¹⁶ E. GIPPINI-FOURNIER, J.-A. RODRÍGUEZ MÍGUEZ, "Actions spécifiques dans les sociétés privatisées: le beurre ou l'argent du beurre – A propos des arrêts de la Cour de justice des 4 juin 2002 et 13 mai 2003 sur les golden shares", *Revue du droit de l'Union européenne* 2003, (39) 44-48.

geveld in het kader van de prejudiciële vraagstelling, zoals geregeld in artikel 234 EG-Verdrag.

Uit een ontleding van de Golden Share-rechtspraak kan achterhaald worden in welke gevallen het Hof van Justitie een inbreuk op 1S1V onverenigbaar acht met het vrij verkeer van kapitaal. Daarom zal in dit hoofdstuk eerst uitgelegd worden wat een Golden Share is. Vervolgens wordt besproken wat juist de omstreden beperking was in de verschillende zaken. Tenslotte gaan we na welke verschillende vormen van Golden Shares er zijn en of die publiekrechtelijk of privaatrechtelijk zijn.

4.2. GOLDEN SHARES: DEFINITIE

In de jaren '80 en '90 ging er een golf van privatisering doorheen Europa. De publieke overheid trok zich terug uit de markt en verkocht de aandelen van haar overheidsbedrijven aan private investeerders. Hoewel de lidstaten aldus de eigendom over die bedrijven verloren, wilden ze er toch de controle over behouden. Dat was noodzakelijk om ook na de verkoop zeker te zijn dat de diensten of goederen verder aangeboden zouden worden, om het bestuur de tijd te geven om zich aan te passen aan het klimaat van de private sector en om de geprivatiseerde onderneming te beschermen tegen mogelijke overnamebiedingen.¹⁷

Om die controle te behouden worden zogenaamde Golden Shares gecreëerd. Daarin worden allerhande rechten gegeven aan de Staat waardoor zij de toekomst van de onderneming verder kan beïnvloeden. Die speciale rechten moeten niet verbonden worden aan een bepaald aandeel, zoals de terminologie doet vermoeden. Ook wettelijke bepalingen kunnen ze vastleggen (zie §3 en §4 van dit hoofdstuk).

Door de toepassing van Golden Shares krijgt de overheid rechten die disproportioneel zijn met haar resterende aandelenbezit. Daardoor zullen private investeerders logischerwijs minder rechten krijgen. Op dat punt ontstaat er een conflict met het vrij verkeer van kapitaal. Het Hof van Justitie oordeelt immers dat Golden Shares de investering minder aantrekkelijk maken. Zij hebben een ontradend effect en belemmeren zo het vrij verkeer van kapitaal.¹⁸

De draagwijdte van de term Golden Shares wordt vaak beperkt tot bevoorrechte aandelen van de overheid. Dat komt omdat het Hof van Justitie tot op heden enkel invloed heeft uitgeoefend op die categorie van bevoorrechte aandelen. Onder de wetgeving van sommige Europese landen (onder andere in Nederland¹⁹) kan ook aan private personen een bevoorrechte positie gegeven

¹⁷ E. SZYSZCZAK, "Golden Shares and Market Governance", *Legal Issues of Economical Integration* 2002, (255) 255-263.

¹⁸ Bijvoorbeeld: H.v.J. Commissie/Spanje, nr. C-463/00, 13 mei 2003, www.curia.europa.eu, nr. 61-62.

¹⁹ Artikel 2:92 Nederlands Burgerlijk Wetboek, zoals geciteerd in H.v.J. Commissie/Nederland, nr. C-282/04 en C-283/04, 28 september 2006, www.curia.europa.eu, nr.3.

worden. Ook dat zijn Golden Shares die in de toekomst mogelijk aan de toets van het Hof van Justitie zullen worden onderworpen. De controle op bevoorrechte aandelen aan een overheid die handelt binnen het gemeen recht, is een eerste stap in die richting.

4.3. HET HOF VAN JUSTITIE OVER GOLDEN SHARES: EEN OVERZICHT

Het eerste Golden Share arrest werd uitgesproken op 23 mei 2000 tegen **Italië**. De Italiaanse overheid had zich wettelijk de bevoegdheid voorbehouden om via een decreet vennootschappen aan te duiden binnen de segmenten defensie, vervoer, telecommunicatie, energiebronnen en andere openbare diensten. In die vennootschappen zou de Italiaanse overheid speciale bevoegdheden krijgen zoals de uitdrukkelijke goedkeuring van besluiten, de benoeming van een of meer bestuurders en een vetorecht tegen bepaalde besluiten. Om procedurerechten heeft het Hof zonder verdere inhoudelijke overwegingen het standpunt van de Commissie overgenomen en Italië veroordeeld.²⁰

Op 4 juni 2002 sprak het Hof zich uit over de Portugese, Franse en Belgische Golden Shares.

De **Portugese** Golden Share bestond uit beperkingen in het privatiseringsbesluit waardoor buitenlandse investeerders geen aandelen in de geprivatiseerde onderneming mochten verwerven boven een bepaald percentage, op straffe van een gedwongen verkoop van de aandelen of verlies van het stemrecht erop. Bovendien werden verwervingen van een bepaalde omvang aan een voorafgaande vergunning onderworpen. Karakteristiek aan de Portugese Golden Share is dat, in tegenstelling tot de overige zaken, het onderscheidingselement zélf *discriminerend* is: de nationaliteit is bepalend. Het Hof heeft die beperkingen dan ook strijdig geacht met het vrij verkeer van kapitaal.²¹

Ook het controlemechanisme dat de **Franse** overheid wou inbouwen bij de privatisering van Elf-Aquitaine overleefde de toets van het Hof van Justitie niet. De Franse wet legde voorwaarden op aan elke overschrijding van de 1/10e, 1/5e of 1/3e grens van het kapitaal of het stemrecht binnen de vennootschap. Die overschrijdingen moesten voorafgaandelijk goedgekeurd worden door de minister van Economische Zaken. Bovendien behield de

²⁰ H.v.J. Commissie/Italië: nr. 3,4,13,17-19, E. GIPPINI-FOURNIER, J.-A. RODRÍGUEZ MÍGUEZ, *o.c.*, (39) 48-49.

²¹ H.v.J. Commissie/Portugal, nr. C-367/98, 4 juni 2002, www.curia.europa.eu; nr. 11,12,13,14,39,40,44; E. GIPPINI-FOURNIER, J.-A. RODRÍGUEZ MÍGUEZ, *o.c.*, (39) 50-51; S. SOLTYSIŃSKI, "The rise and fall of the golden share concept in privatised companies", in DEMARET, P., GOVAERE, I. en HANF, D. (eds.), *30 Years of European Legal Studies at the College of Europe*, Brussel, Lang, 2004, (313) 320-321.

Franse overheid het recht om twee bestuurders zonder stemrecht te benoemen.²²

Ook de **Belgische** regering had in twee KB's van juni 1994 bepaald dat de privatisering van Distrigaz en de Nationale Maatschappij der Pijpleidingen (NMP) gepaard moest gaan met controlebescherming. De Belgische Staat kreeg in beide gevallen een bijzonder aandeel waaraan het recht gekoppeld was om zich naderhand te verzetten tegen elke overdracht, zekerheidstelling of verandering van bestemming van de infrastructuur van het bedrijf. De minister mocht ook twee controlerende vertegenwoordigers met raadgevende stem in de Raad van Bestuur benoemen.²³ Net zoals in het voorgaande geval oordeelde het Hof ook hier dat de regeling het vrij verkeer van kapitaal in principe belemmerde.

Toch werd België niet veroordeeld. Het Hof oordeelde dat de beschermingsmaatregel in casu *gerechtvaardigd* was. Van het vrij verkeer van kapitaal, een fundamenteel beginsel van gemeenschapsrecht, kan immers worden afgeweken op gronden die ofwel expliciet zijn opgesomd in artikel 58(1) EG-Verdrag, ofwel ter bescherming dienen van het *algemeen belang*. De afwijkende regeling moet bovendien *geschikt* zijn om het vooropgestelde doel te waarborgen en moet het *proportionaliteitsbeginsel* respecteren. Er mag slechts in die mate worden afgeweken van het vrij verkeer van kapitaal, als noodzakelijk om het doel te bereiken. Het Hof oordeelde dat de afwijkende regeling gehandhaafd mocht worden om de bevoorrading met energie in geval van crisis veilig te stellen.²⁴ Het Hof geeft duidelijk aan welke factoren de doorslag hebben gegeven. Vooraleerst bestond het controlesysteem enkel uit een latere verzetsmogelijkheid van de Belgische regering, en geen voorafgaande goedkeuring. Bovendien bestaat die verzetsmogelijkheid slechts tegen strategische, belangrijke beslissingen. Tenslotte kan de regering alleen tussenkomen als het energiebeleid in gevaar is. Aangezien de Commissie niet had aangetoond dat hetzelfde doel met minder dwingende maatregelen kon worden bereikt, heeft het Hof gesteld dat de Golden Share van België een proportionele, gerechtvaardigde belemmering van het vrij verkeer van kapitaal inhoudt.²⁵

²² H.v.J. Commissie/Frankrijk, nr. C-483/99 (Elf-Aquitaine), 4 juni 2002, www.curia.europa.eu; nr. 9; E. GIPPINI-FOURNIER, J.-A. RODRÍGUEZ MÍGUEZ, *o.c.*, (39) 51-52; S. SOLTYSIŃSKI, *o.c.*, (313) 321-323.

²³ H.v.J. Commissie/België, nr. C-503/99 (Distrigaz/NMP), 4 juni 2002, www.curia.europa.eu, nr. 9.

²⁴ H.v.J. Commissie/België, nr. C-503/99 (Distrigaz/NMP), 4 juni 2002, www.curia.europa.eu, nr. 46-53. Over de criteria van het rechtvaardigingbeginsel en de toepassing van het proportionaliteitsbeginsel van de verschillende Golden Shares, zie: P. CAMARA, "The End of the "Golden" Age of Privatisation? – the Recent ECJ Decisions on Golden Shares", *European Business Organisations Law Review* 2002, (503) 506-510; E. GIPPINI-FOURNIER, J.-A. RODRÍGUEZ MÍGUEZ, *o.c.*, (39) 63-72.

²⁵ H.v.J. Commissie/België, nr. C-503/99 (Distrigaz/NMP), 4 juni 2002, www.curia.europa.eu, nr. 49-53,

Die redenering toont goed aan dat uitzonderingen op ISIV (die ook het vrij verkeer van kapitaal belemmeren) niet automatisch strijdig zijn met het Europees recht. Het Hof van Justitie gaat telkens na of de onderliggende belemmering van het vrij verkeer niet onder de rechtvaardigingsgronden valt. Als dat zo is, komt het Hof niet tussen beiden. Het Hof bewaakt immers niet de ISIV-regel als dusdanig, maar wel het vrij verkeer van kapitaal.

Op 13 mei 2003 werden de twee volgende arresten aangaande Golden Shares uitgesproken. De **Spaanse** versie van de Golden Share bestond uit een stelsel van voorafgaande administratieve vergunningen. Die zijn noodzakelijk in geval van vrijwillige ontbinding, de fusie of splitsing van de onderneming, de vervreemding of in pandgeving van belangrijke activa of participaties en de wijziging van het vennootschappelijk doel. Die regeling was onder meer van toepassing in de banksector, de tabaksindustrie, de petroleumnijverheid, de telecommunicatievoorziening en de elektriciteitstoevoer.²⁶ Het Hof achtte die constructie strijdig met het vrij verkeer van kapitaal en verwierp het beroep op rechtvaardigingsgronden.

In de zaak tegen het **Verenigd Koninkrijk en Noord-Ierland** ging het Hof een stap verder. In tegenstelling tot de voorgaande zaken werd de Golden Share in de British Airports Authority (BAA) niet gecreëerd door een afzonderlijke wettelijke bepaling, maar wel in de statuten binnen het kader van het privaatrechtelijk Vennootschapsrecht. Toen de BAA in 1986 geprivatiseerd werd, kreeg de overheid een ‘One Pound Special Share’ toegewezen. De houder van dat aandeel moet, krachtens de statuten, vooraf zijn akkoord geven in geval van statutenwijziging, vrijwillige ontbinding, een wijziging van het statuut van het bijzondere aandeel en de vervreemding een luchthaven van BAA. Bovendien maken de statuten het onmogelijk om een aandelenpakket te verkrijgen dat recht geeft op meer dan 15% van de stemrechten op de algemene vergadering.²⁷ Op het verweer van het Verenigd Koninkrijk dat het enkel Vennootschapsrechtelijke mechanismen had gebruikt, antwoordde het Hof dat de Golden Share in casu niet voortkomt uit een normale toepassing van het Vennootschapsrecht. Doordat de ‘Secretary of State’ de statuten had goedgekeurd, zoals verplicht door de privatiseringswet ‘Airports Act 1986’, had de lidstaat immers in haar hoedanigheid van overheid gehandeld.²⁸

Een gelijkaardig probleem stelde zich in 2006 in de gevoegde zaken Commissie tegen **Nederland**, aangaande twee Golden Shares in de geprivatiseerde overheidsbedrijven KPN en TPG. Volgens het Nederlands

²⁶ H.v.J. Commissie/Spanje, nr. C-463/00, nr. C-463/00, 13 mei 2003, www.curia.europa.eu, nr. 9; B.J. DRIJBER, “Gouden aandelen verder in de min”, *Nederlands tijdschrift voor Europees recht* 2003, (182) 183-184; L. VOLCK-LADSEN, “The second round in the battle over state held Golden Shares”, *European Law Reporter* 2003, (325) 325 – 327.

²⁷ H.v.J. Commissie/Verenigd Koninkrijk, nr. C-98/01, 13 mei 2003, www.curia.europa.eu, nr. 11; B.J. DRIJBER, *o.c.*, (182) 182, L. VOLCK-LADSEN, *o.c.*, (325) 325 – 327.

²⁸ H.v.J. Commissie/Verenigd Koninkrijk, nr. C-98/01, 13 mei 2003, www.curia.europa.eu, nr. 48-50. Zie ook paragraaf 4 van dit hoofdstuk.

Burgerlijk Wetboek is het mogelijk dat de statuten aan aandelen van een bepaalde soort rechten verbinden inzake de zeggenschap van de vennootschap (prioriteitsaandeel).²⁹ Daarvan werd gebruik gemaakt in de statuten van de twee voornoemde vennootschappen. De bijzondere aandeelhouder moest een voorgaande goedkeuring verlenen voor een aantal belangrijke beslissingen zoals de uitgifte van nieuwe aandelen, de uitkering van dividenden, fusie, splitsing en ontbinding.³⁰ Het Hof van Justitie stelde dat het ook hier ging om een maatregel van de Staat (en dus geen privaatrechtelijke maatregel) omdat de statutaire bepalingen inzake het bijzonder aandeel voortkomen uit een beslissing van die Staat bij de privatisering van de twee vennootschappen.³¹

Het arrest **Commissie tegen Duitsland** van 23 oktober 2007 over het ‘Volkswagengezet’ is voorlopig het laatste Golden Share-arrest in het kader van de inbreukprocedures van de Commissie. Bij de privatisering van Volkswagen in 1960 werd wettelijk bepaald dat een houder van aandelen die meer dan een vijfde van het kapitaal vertegenwoordigen, slechts stemrecht kan krijgen ten belope van een vijfde van het kapitaal. Bovendien kan op een algemene vergadering niemand meer dan een vijfde van de stemmen bezitten. Die dubbele stemrechtbepaling wordt gecombineerd met een verhoging van de vereiste bijzondere meerderheid van drie vierde naar vier vijfde. De bondsrepubliek Duitsland en haar deelstaat Neder-Saksen krijgen daarenboven het recht om ieder twee leden in de Raad van Commissarissen te benoemen.³² Ook die voorrechten werden door het Hof strijdig geacht met artikel 56 EG-Verdrag, omdat de bestreden wet afwijkend is van het gemene Vennootschapsrecht. Daardoor wordt een regeling gecreëerd die alleen tot voordeel strekt van publieke investeerders.³³

Op 6 december 2007 deed het Hof van Justitie in de zaak **Federconsumatori e.a. tegen Comune di Milano** voor het eerst uitspraak over een Golden Share in het kader van een prejudiciële vraagstelling. De betwiste bepaling was artikel 2449 van het Italiaans Burgerlijk Wetboek. Daarin wordt bepaald dat “indien de Staat of haar overheidsorganen aandelen bezitten in vennootschappen op aandelen, de statuten hun de bevoegdheid kunnen verlenen om een of meer bestuurders, accountants of leden van de raad van

²⁹ Artikel 2:92 Nederlands Burgerlijk Wetboek, zoals geciteerd in H.v.J. Commissie/Nederland, nr. C-282/04 en C-283/04, 28 september 2006, www.curia.europa.eu, nr.3; Zie ook: J.H.F.J. CREMERS, *Prioriteitsaandelen*, Deventer, Kluwer, 1971, 201p.; R.P. VOOGD, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, Deventer, Kluwer, 1989, 39 – 45.

³⁰ H.v.J. Commissie/Nederland, nr. C-282/04 en C-283/04, 28 september 2006, www.curia.europa.eu, nr. 9; A. LOUJESTIJN-CLEARIE, “All That Glitters Is Not Gold: European Court of Justice Strikes Down Golden Shares in Two Dutch Companies”, *European Business Organization Law Review* 2007, (429) 432-433.

³¹ H.v.J. Commissie/Nederland, nr. C-282/04 en C-283/04, 28 september 2006, www.curia.europa.eu, nr. 22.

³² H.v.J. Commissie/Duitsland, nr. C-112/05, 23 oktober 2007, www.curia.europa.eu, nr. 4-7; M. SCHMAUCH, “Economic Patriotism made in Germany - The Court of Justice overturns parts of the “VW-Gesetz”, *European Law Reporter* 2007, (438) 439-441.

³³ H.v.J. Commissie/Duitsland, nr. C-112/05, 23 oktober 2007, www.curia.europa.eu, nr. 60-62.

commissarissen te benoemen”. AEM SpA was een overheidsbedrijf actief in de sector van de gas- en elektriciteitsvoorziening. Bij de privatisering van dat bedrijf heeft de Bijzondere Algemene Vergadering gebruik gemaakt van artikel 2449 en aan de Comune di Milano het recht toegekend om, naar evenredigheid van haar deelneming, bestuurders rechtstreeks te benoemen, met een maximum van een vierde van het totaal aantal bestuurders. Bovendien behield de Comune di Milano het recht om daarbuiten deel te nemen aan de verkiezing van de andere bestuurders. De cumul van die twee regels zorgde ervoor dat ze *de facto* over een absolute meerderheid in de Raad van Bestuur bezat, hoewel haar aandeel in het kapitaal slechts een relatieve meerderheid was (33,4%).³⁴

Eerst en vooral gaat het Hof uitdrukkelijk uit van de hypothese dat artikel 2449 van het Burgerlijk Wetboek afwijkt van het gemene Vennootschapsrecht dat van toepassing is op iedere aandeelhouder. De algemene vergadering kan de opgesomde voorrechten dus níet aan particuliere aandeelhouders toekennen. Het Hof benadrukt meermaals dat het haar oordeel baseert op die hypothese, en geen uitspraak doet over het geval dat zulke afwijking voor elke aandeelhouder mogelijk was.³⁵

Dat gezegd zijnde, oordeelde het Hof dat de bestreden regeling strijdig was met het vrij verkeer van kapitaal. Net zoals in het arrest Commissie tegen Duitsland, beargumenteerde het Hof dat hierdoor de publieke aandeelhouders de mogelijkheid krijgen om meer gewicht in de schaal te leggen dan op basis van hun deel in het kapitaal normaal gezien mogelijk zou zijn. Daardoor wordt het gewicht van de andere aandeelhouders logischerwijs beperkt. Dat zou potentiële investeerders kunnen ontmoedigen om in de vennootschap te investeren.³⁶

4.4. GOLDEN SHARES: PUBLIEKRECHTELIJK OF PRIVAATRECHTELIJK?

In de eerste Golden Share zaken was het publiekrechtelijk karakter van de beschermingsconstructie duidelijk: de bijzondere rechten werden door een wet aan de Staat voorbehouden, al dan niet gekoppeld aan een aandeel. In de zaak Commissie tegen het Verenigd Koninkrijk hanteerde een lidstaat voor het eerst de verdediging dat ze in casu niet handelde als zijnde overheid, maar wel binnen de grenzen van het privaat recht. Als het Hof van Justitie zou oordelen dat de lidstaat inderdaad handelt in haar private hoedanigheid, dan wordt het Hof in een volgende stap onvermijdelijk geconfronteerd met de vraag of de fundamentele kapitaalsvrijheid ook werkt tussen private partijen onderling. Het Hof zou aldus moeten beslissen over de mogelijke horizontale werking van

³⁴ H.v.J. Federconsumatori e.a./ Comune di Milano, nr. C-463/04 en C-464/04 (gevoegde zaken), 6 december 2007, www.curia.europa.eu, nr. 6-15.

³⁵ H.v.J. Federconsumatori e.a./ Comune di Milano, nr. C-463/04 en C-464/04 (gevoegde zaken), 6 december 2007, www.curia.europa.eu, nr. 17, 31 *in fine*, 34 *in fine*.

³⁶ H.v.J. Federconsumatori e.a./ Comune di Milano, nr. C-463/04 en C-464/04 (gevoegde zaken), 6 december 2007, www.curia.europa.eu, nr. 23-29; H.v.J. Commissie/Duitsland, nr. C-112/05, 23 oktober 2007, www.curia.europa.eu, nr. 62-66.

artikel 56 EG-Verdrag. In delen 5 en 6 zal dat probleem uitvoerig worden uiteengezet.

In de besproken arresten heeft het Hof die vraag steeds ontweken door te stellen dat de Staat in casu wel degelijk optrad in haar publiekrechtelijke gedaante. Een kort overzicht maakt dat duidelijk.

De 'One Pound Special Share' van het **Vereinigd Koninkrijk**, die volledig geregeld was binnen de nationale vennootschapswetgeving, werd tóch publiekrechtelijk geacht omdat de statuten van de BAA waren goedgekeurd door de Minister. Dat sloot volgens het Hof de normale werking van het Vennootschapsrecht uit.³⁷ **Nederland** kreeg exact hetzelfde antwoord van het Hof, maar dan omdat reeds van bij de beslissing tot privatisering gepland was om een bepaald aantal bijzondere rechten statutair te handhaven.³⁸ Advocaat-Generaal POIARES MADURO had in zijn conclusie bovendien expliciet verdedigd dat de Staat hoe dan ook als staat verbonden zou zijn, ook al handelt zij in de hoedanigheid van private aandeelhouder. Artikel 56 EG-Verdrag is immers tot de Staten gericht, en niet alleen tot de Staat in de hoedanigheid van overheid.³⁹ **Duitsland** voerde aan dat de wet slechts een bekrachtiging was van een privaatrechtelijke overeenkomst tussen de partijen die toen rechten konden doen gelden op de vennootschap. Het Hof veegde ook die verdediging van tafel omdat het feit dat de overeenkomst het voorwerp van een wet uitmaakt, al volstaat om haar als een publiekrechtelijke maatregel te aanzien. Dat idee wordt bevestigd door het feit dat die overeenkomst niet door loutere wilsovereenstemming gewijzigd kan worden. Een nieuwe tussenkomst van de wetgever is daarentegen vereist.⁴⁰

In die drie zaken wordt de vraag naar de toepasselijkheid van artikel 56 EG-Verdrag op de Staat die handelt als private marktdeelnemer aldus ontweken door het Hof van Justitie, en dat door het begrip 'publieke hoedanigheid' te rekken.

In de rechtsleer worden verschillende verklaringen gegeven voor die terughoudendheid. De overheid als private marktdeelnemer uitsluiten van het toepassingsgebied zou vooreerst de deur voor ontwijking van de verdragsbepaling wagenwijd openzetten. De Staat zou dan hetgeen het niet rechtstreeks via een wet mag, wel onrechtstreeks kunnen doen via toegelaten beperkingen in de statuten van de vennootschap of via privaatrechtelijke constructies. Bovendien heeft de Staat een speciale rol als behoeder van het algemeen belang. Dat verandert niet als de betwiste Golden Share past binnen het kader van het gemeen Vennootschapsrecht. Tenslotte zou het Hof verstrikt geraken in de belangrijke, maar verraderlijke vraag naar de horizontale

³⁷ H.v.J. Commissie/Vereinigd Koninkrijk, nr. C-98/01, 13 mei 2003, www.curia.europa.eu, nr. 48.

³⁸ H.v.J. Commissie/Nederland, nr. C-282/04 en C-283/04, 28 september 2006, www.curia.europa.eu, nr. 22.

³⁹ Conclusie AG POIARES MADURO in C-282/04 en C-283/04, www.curia.europa.eu; nr. 22-24.

⁴⁰ H.v.J. Commissie/Duitsland, nr. C-112/05, 23 oktober 2007, www.curia.europa.eu, nr. 22-23 en 26-29.

rechtstreekse werking van artikel 56 EG-Verdrag. Zulke cruciale vragen moeten door het Hof in voltallige zitting worden opgelost.⁴¹ Men kan zich daarbij de vraag stellen of het überhaupt wel de rol van het Hof is om zulke belangrijke stappen in de harmonisatie te zetten⁴².

5. BELEMMERINGEN VAN HET VRIJ VERKEER VAN KAPITAAL DOOR PARTICULIEREN: TOETST HET HOF OOK HORIZONTAAL?

5.1. BEGRIP EN SITUERING

Een interne en gemeenschappelijke Europese markt zonder grenzen is het streefdoel van de economische integratie. Die markt wordt beschermd door de regels betreffende de Europese mededingingsregels en door de vier fundamentele vrijheden. De mededingingsregels (artikel 81 en 82 EG-Verdrag) beogen de competitie tussen de private marktdeelnemers te reglementeren. De vier vrijheden daarentegen zijn in principe gericht tegen handelingen van publieke overheden, die het vrij verkeer tussen de lidstaten niet mogen belemmeren.⁴³

Door een strikte scheiding zoals hierboven te hanteren, is de bescherming van de interne markt niet waterdicht.⁴⁴ Het is immers mogelijk dat het vrij verkeer door handelingen van private personen wordt begrensd. Uit de arresten Commissie tegen Verenigd Koninkrijk en Commissie tegen Nederland is gebleken dat het Hof ook ingrijpt als de Golden Share (en dus de afwijking op ISIV) conform het gemeen Vennootschapsrecht is gecreëerd. In dat geval kan de Algemene Vergadering ook een Golden Share toekennen aan een private persoon. Door de groeiende invloed van de private sector kan dat in de praktijk zelfs 'strengere grenzen' met zich meebrengen dan de Golden Shares ten gunste van de overheid.⁴⁵ De vraag die zich stelt is of het Hof ook in dat geval kan optreden op grond van het vrij verkeer van kapitaal.

⁴¹ Art. 16 Statuut Hof van Justitie.

⁴² A. LOOJESTIJN-CLEARIE, "All That Glitters Is Not Gold: European Court of Justice Strikes Down Golden Shares in Two Dutch Companies", *I.c.*, (429) 442-445, S. SOLTYSIŃSKI, "The rise and fall of the golden share concept in privatised companies", *I.c.*, (313) 325-327.

⁴³ K. LENAERTS en P. VAN NUFFEL, *Constitutional Law of the European Union*, London, Sweet & Maxwell, 2005, 147-149; K. MORTELMANS, "Towards convergence in the application of the rules on free movement and on competition?", *Common Market Law Review* 2001, (613) 622-623; Conclusie Advocaat-Generaal POIARES MADURO in C-438/05 (Viking), www.curia.europa.eu, 31-34.

⁴⁴ S. VAN DEN BOGAERT, "Horizontality: The Court Attacks?", in BARNARD, C. en SCOTT, J. (eds.), *The Law of the single European market: unpacking the premises*, Oxford, Hart, 2002, (123) 123.

⁴⁵ S. SOLTYSIŃSKI, "The rise and fall of the golden share concept in privatised companies", *I.c.*, (313) 328.

Artikel 56 EG-Verdrag leert ons enkel dat “alle beperkingen van kapitaalverkeer tussen Lid-Staten onderling en tussen Lid-Staten en derde landen verboden zijn”. Net zoals in de verwoordingen van de andere vrijheden, wordt het toepassingsgebied van het vrij kapitaalverkeer door de verdragstekst zelf niet expliciet tot de lidstaten beperkt.⁴⁶ Daarom zal de vraag naar de horizontale rechtstreekse werking in de tweede paragraaf van dit hoofdstuk bestudeerd worden, en dat aan de hand van rechtspraak van het Hof van Justitie in het kader van de andere vrijheden. In paragraaf drie komt een andere invalshoek aan bod, namelijk de horizontale onrechtstreekse werking. Volgens die theorie heeft de lidstaat de plicht ten aanzien van de Unie om private handelingen te verbieden die het vrij verkeer belemmeren. Tot slot zullen die verschillende theorieën in de vierde paragraaf geëvalueerd worden.

5.2. HORIZONTALE RECHTSTREEKSE WERKING (UNMITTELBARE DRITTWIRKUNG)

5.2.1. Ten aanzien van particulieren die collectieve maatregelen nemen

In 1974 kreeg het Hof voor het eerst de vraag naar de horizontale werking van de fundamentele vrijheden in een verzoek om prejudiciële beslissing in de zaak **Walrave en Koch tegen UCI**.⁴⁷ Het was in casu niet betwist dat de UCI geen publieke overheid was, maar wel een private, internationale sportfederatie. Toch oordeelde het Hof dat de Nederlandse rechter rekening moest houden met de verdragsbepalingen omdat de *discriminerende* beperking van de UCI een collectieve regeling van arbeid in loondienst en dienstverrichtingen was. Het Hof redeneerde dat anders de fundamentele doelstellingen van het gemeenschapsrecht van **vrij verkeer van personen en diensten** in gevaar zouden worden gebracht. Bovendien wordt zo vermeden dat er een ongelijke regeling zou ontstaan tussen lidstaten waar arbeidsvoorwaarden al dan niet door de wet worden beheerst. Tenslotte sluiten de bewoordingen van het Verdrag die toepassing niet uit.⁴⁸ In dat arrest aanvaardde het Hof van Justitie aldus dat ook een private instelling het vrij verkeer van personen en diensten kan schenden als ze een discriminerende maatregel neemt, op voorwaarde dat die maatregel een collectieve regeling van arbeid in loondienst en dienstverrichtingen was.

In de beruchte zaak **Bosman** antwoordde het Hof in 1995 gelijklopend op de prejudiciële vraag van het Hof van Beroep van Luik. De **vrijheden van personen en diensten** werden, met verwijzing naar het arrest Walrave en Koch, toepasselijk verklaard op de transferreglementen van de UEFA. Die betwiste reglementen strekten immers ook tot een collectieve regeling van

⁴⁶ P. CRAIG en G. DE BÚRCA, *EU Law: text, cases, and materials*, Oxford, Oxford University Press, 2007, 724.

⁴⁷ H.v.J. Walrave en Koch v UCI, nr. C-36/74, 12 december 1974, www.curia.europa.eu.

⁴⁸ H.v.J. Walrave en Koch v UCI, nr. C-36/74, 12 december 1974, www.curia.europa.eu, nr. 15-21; S. VAN DEN BOGAERT, “Horizontality: The Court Attacks?”, *l.c.*, (123) 124-126.

arbeid in loondienst. Bovendien was de regeling in kwestie *niet discriminerend* (in tegenstelling tot Walrave en Koch) tussen de onderdanen van lidstaten. Zij gold ook tussen clubs binnen eenzelfde lidstaat. Toch oordeelde het Hof van Justitie dat het een belemmering was van het vrij verkeer, omdat het een rechtstreekse voorwaarde stelde aan de toegang van spelers tot de arbeidsmarkt van een andere lidstaat.⁴⁹ Net zoals in zaken over de afwijking van ISIV (zie deel 4), acht het Hof het dus ook voor de horizontale werking voldoende dat het vrij verkeer wordt gehinderd door niet-discriminerende voorwaarden.

Als we die rechtspraak toepassen op het **vrij verkeer van kapitaal en de afwijkingen van ISIV** kunnen we afleiden dat het Hof ook daar zou kunnen oordelen dat sommige private organisaties/ondernemingen, door hun positie op de markt, collectieve maatregelen kunnen nemen. Beperkingen op het vrij kapitaalverkeer in de reglementen van vereffeningsinstellingen of beursondernemingen zullen dan ook mogelijks door het Hof van Justitie op hun verenigbaarheid met het gemeenschapsrecht gecontroleerd worden.⁵⁰ Het is immers verdedigbaar dat die private spelers, net zoals de UCI of de UEFA, een quasi-publieke rol spelen. Hun maatregelen hebben, door hun specifieke positie op de markt, een effect dat vergelijkbaar is met een ingrijpen van de overheid. Als die instellingen niet onderworpen zouden worden aan de fundamentele vrijheden, dan zouden die vrijheden ondermijnd kunnen worden.

5.2.2. Ten aanzien van gewone particulieren: een zuivere toepassing

In het jaar 2000 sprak het Hof van Justitie het mijlpaalarrest **Angonese** uit. De vraag die zich stelde was of een particuliere bankinstelling als voorwaarde voor deelname aan een selectieproef kon stellen dat een kandidaat zijn vereiste tweetaligheid uitsluitend kon bewijzen met een attest dat door de overheid na een provinciaal examen werd afgeleverd.⁵¹ Roman Angonese argumenteerde dat die voorwaarde strijdig was met het **vrij verkeer van werknemers**. Het Hof stelt dat het verbod van discriminatie, als dwingende bepaling, ook rechten kan doen ontstaan tussen particulieren. Daarna maakt het de band tussen de fundamentele vrijheid en het algemene discriminatieverbod uit artikel 12 EG-Verdrag. Het Hof stelt dat wat voor het discriminatieverbod geldt, a fortiori ook voor de fundamentele werknemersvrijheid moet gelden. Er wordt dan ook geconcludeerd dat het verbod op discriminatie op basis van nationaliteit inzake het vrij verkeer van werknemers ook van toepassing is op particulieren.⁵²

⁴⁹ H.v.J. Jean-Marc Bosman, C-415/93, 15 december 1995, www.curia.europa.eu, nr. 82-84 en 103. S. VAN DEN BOGAERT, "Horizontality: The Court Attacks?", *l.c.*, (123) 126-128.

⁵⁰ M. ANDENAS, T. GÜTT en M. PANNIER, "Free movement of capital and national company law", *European Business Organisations Law Review* 2005, (757) 776.

⁵¹ H.v.J. Angonese, C-281/98, 6 juni 2000, www.curia.europa.eu; nr. 21.

⁵² H.v.J. Angonese, C-281/98, 6 juni 2000, www.curia.europa.eu; nr. 34-36. S. VAN DEN BOGAERT, "Horizontality: The Court Attacks?", *l.c.*, (123) 128-129.

Eind 2007 had het Hof van Justitie in de zaak **Viking Line** een kans om in het kader van de **vrijheid van vestiging** dat standpunt te bevestigen. Er werd expliciet aan het Hof gevraagd of de vestigingsvrijheid horizontale rechtstreekse werking heeft. Het probleem dat zich (kortweg) stelde was of de vrijheid van vestiging het verbiedt dat een vakbond actie onderneemt om een werkgever te beletten dat hij, om economische redenen, een schip wil omvlaggen van een lidstaat naar een andere lidstaat.⁵³ Advocaat-Generaal POIARES MADURO kwam in zijn conclusie na een extensieve afweging tot het besluit dat “de bepalingen inzake vrij verkeer van toepassing zijn op handelingen van particulieren die door het algemeen effect ervan op de houders van rechten van vrij verkeer, deze laatste in de uitoefening van die rechten kunnen beperken door het opwerpen van een obstakel dat zij redelijkerwijs niet kunnen omzeilen.”⁵⁴ Het Hof ontweek die vraag echter door te stellen dat ook de vakbondsactie meewerkt aan de collectieve regeling der betaalde arbeid, en dat door middel van de bevoegdheid om te onderhandelen met werkgevers of beroepsorganisaties over de arbeidsvoorwaarden van de werknemers.⁵⁵ Hoewel het Hof geen uitsluitsel gaf over de vraag naar de ‘zuivere’ horizontale rechtstreekse werking, werd de vestigingsvrijheid wel van toepassing geacht door gebruik te maken van de ontwikkelde rechtspraak van Walrave en Bosman (zie A). Een week later heeft het Hof van Justitie een analoge redenering toegepast in het arrest **Laval un Partneri**.⁵⁶

Op het eerste gezicht lijkt het niet onmogelijk dat de stap die in het arrest Angonese is gezet, ook gezet kan worden bij de andere verdragsvrijheden. Toch moeten de voor- en nadelen daarvan nauwkeurig tegen elkaar afgewogen worden. In het arrest Viking is immers weerom de terughoudendheid van het Hof van Justitie gebleken. Voor die afweging en de mogelijke redenen voor de rechtspraak van het Hof wordt verwezen naar paragraaf 4 van dit hoofdstuk, waar een vergelijking zal gemaakt worden met de horizontale onrechtstreekse werking (paragraaf 3).

5.3. HORIZONTALE ONRECHTSTREEKSE WERKING (MITTELBARE DRITTWIRKUNG)

Een andere manier om de fundamentele vrijheden ook tussen particulieren te laten spelen, is de horizontale onrechtstreekse werking. Het principe is dat het Hof van Justitie de lidstaten kan opleggen om geschikte maatregelen te nemen om private belemmeringen van de vier vrijheden te voorkomen. De vrijheden worden aldus gegarandeerd via een indirecte tussenkomst van de Staat.⁵⁷

⁵³ H.v.J. Viking, nr. C-438/05, 11 december 2007, www.curia.europa.eu.

⁵⁴ Conclusie Advocaat-Generaal POIARES MADURO in C-438/05 (Viking), www.curia.europa.eu, nr. 31-48, citaat uit nr. 48.

⁵⁵ H.v.J. Viking, nr. C-438/05, 11 december 2007, www.curia.europa.eu; 56-66.

⁵⁶ H.v.J. Laval un Partneri, C-341/05, 18 december 2007, www.curia.europa.eu.

⁵⁷ E.J. LOHSE, “Fundamental Freedoms and Private Actors – towards an ‘Indirect Horizontal Effect’”, *European Public Law*. 2007, (159) 167.

Die theorie is door het Hof gehanteerd in het kader van het **vrij verkeer van goederen**. In de zaak **Commissie tegen Frankrijk** waren het de protestacties van Franse landbouwers die derden het recht ontnamen om groenten en fruit uit andere lidstaten te kopen en te importeren.⁵⁸

In de prejudiciële zaak **Schmidberger tegen Oostenrijk** kwam de zelfde problematiek aan bod. Schmidberger, een internationale vervoersonderneming, voelde zich gekrenkt in het recht van vrij verkeer van goederen omdat door een staking een cruciale verkeersader gesloten was. De aansprakelijkheid van de staat zou gebaseerd worden op een fout van de wetgever, namelijk het nalaten om de interne wetgeving aan te passen aan de bepalingen van het gemeenschapsrecht.⁵⁹

Het Hof oordeelde in beide zaken⁶⁰ dat het vrij verkeer van goederen niet alleen beperkende overheidsmaatregelen verbiedt, maar bovendien ook toepasselijk is als de lidstaat niet de vereiste maatregelen heeft getroffen ter opheffing van belemmeringen van het vrij verkeer. Dat geldt zelfs in het geval dat de lidstaat zelf niet de rechtstreekse oorzaak van de beperking is. De vrijheden moeten immers samengelezen worden met het beginsel van gemeenschapstrouw uit artikel 10 EG-Verdrag. In dat artikel wordt gesteld dat de lidstaten alle algemene en bijzondere maatregelen treffen welke geschikt zijn om de verplichtingen uit het Verdrag na te komen.⁶¹ De gemeenschapstrouw dwingt de lidstaten er aldus toe om te voorkomen dat de rechten uit het Europees recht worden belemmerd door de handelingen van private personen. Zij mogen als het ware de mogelijkheid niet krijgen om de fundamentele vrijheden te beperken.

In het belangrijke arrest **Cipolla tegen Portolese** werd die theorie in 2006 toegepast in het kader van het **vrij verkeer van diensten**. De zaak gaat over honorariumtarieven, die door de Italiaanse overheid worden opgelegd en waarvan advocaten niet mogen afwijken. In het concrete geschil tussen de advocaat Cipolla en zijn cliënt Portolese werd (onder andere) de vraag gesteld of het verbod van de overheid om van de tarieven af te wijken, strijdig is met artikel 49 EG-Verdrag. Het Hof oordeelde dat die tarieven inderdaad (onder voorbehoud van een eventuele rechtvaardiging) strijdig zijn met het Europees recht.⁶² In een geschil dat oorspronkelijk tussen twee particulieren gaat, wordt ingeroepen dat de bepaling van de wetgeving zelf strijdig is met het Europees

⁵⁸ H.v.J. Commissie/Frankrijk, nr. C-265/95, 9 december 1997, eur-lex.europa.eu.

⁵⁹ H.v.J. Schmidberger/Oostenrijk, nr. C-112/00, 12 juni 2003, www.curia.europa.eu, nr. 22.

⁶⁰ Zie: H.v.J. Commissie/Frankrijk: nr. 29-32 en H.v.J. Schmidberger/Oostenrijk: nr. 51-64.

⁶¹ K. LENAERTS en P.VAN NUFFEL, *Constitutional Law of the European Union*, London, Sweet & Maxwell, 2005, 115-123.

⁶² H.v.J. Cipolla/Portolese e.a., nr. C-94/04 en C-202/04 (gevoegde zaken), 5 december 2006, www.curia.europa.eu, nr. 55-60; M. AMORESE, "Cases C-94/04, Cipolla & Macrino: the emergence of a political approach to the regulation of professionals in Europe?", *Columbia journal of European law* 2007, 733-745; S.A. DE VRIES, "Hoe relatief is de vrijheid van vrije beroepsbeoefenaars na Cipolla?", *Nederlands tijdschrift voor Europees Recht* 2007, 93-98.

recht. De fundamentele verdragsvrijheid krijgt aldus, op indirecte wijze, invloed in een zuiver horizontaal geschil tussen twee particuliere partijen.

Als die rechtspraak toegepast zou worden op het vrij verkeer van kapitaal en de afwijking van 1S1V-principe, dan zou het Hof van Justitie het nationaal Vennootschapsrecht onder de loep kunnen nemen. Het Hof kan dan nagaan in hoeverre de lidstaat, door afwijkingen van 1S1V toe te staan, ongeoorloofd ruimte laat voor belemmeringen van het vrij verkeer van kapitaal. In het arrest **Federconsumatori e.a. tegen Comune di Milano** dekte het Hof zichzelf in door expliciet te stellen dat controle van het gemene Vennootschapsrecht in de voorliggende zaak niet aan de orde was, omdat de regeling in casu enkel van toepassing was op publieke aandeelhouders.⁶³ Het toont heel duidelijk de voorzichtigheid van het Hof van Justitie om een stap te zetten in de richting van de horizontale werking van het vrij verkeer van kapitaal, hier in de vorm van een controle op de bepalingen van het gemene Vennootschapsrecht.

5.4. EVALUATIE

5.4.1. Horizontale rechtstreekse werking

In het arrest Angonese heeft het Hof van Justitie de horizontale rechtstreekse werking van het vrij verkeer van werknemers aanvaard ten opzichte van discriminerende maatregelen op grond van nationaliteit. Die evolutie wordt echter niet onverdeeld op applaus onthaald. Hieronder volgen dan ook de belangrijkste argumenten pro en contra.⁶⁴

Het grote voordeel van de horizontale rechtstreekse werking is de grotere effectiviteit van de fundamentele vrijheden. Door het uitbreiden van het toepassingsgebied tot private personen zou het doel van het verdrag, namelijk het wegnemen van interne barrières, nog beter verwezenlijkt worden. De beperkingen die opgelegd worden aan de Lidstaten, kunnen niet meer ongedaan gemaakt worden door private personen. Het zou ontegensprekelijk een vooruitgang zijn in het licht van de creatie en handhaving van de interne markt.⁶⁵

De tegenargumenten zijn echter talrijk. Ten eerste wordt gesteld dat die uitbreiding van het toepassingsgebied ingaat tegen het oorspronkelijke onderscheid tussen de regels aangaande de vrijheden en het mededingingsrecht. Bovendien wordt aangevoerd dat de horizontale rechtstreekse werking zou ingaan tegen het subsidiariteitsbeginsel (artikel 5 EG-Verdrag). Dat beginsel stelt kortweg dat Europa slechts zal optreden als een gemeenschappelijke regeling een meerwaarde biedt omdat aan de

⁶³ H.v.J. *Federconsumatori e.a./ Comune di Milano*, nr. C-463/04 en C-464/04 (gevoegde zaken), 6 december 2007, www.curia.europa.eu, nr. 17, 31 *in fine*, 34 *in fine*.

⁶⁴ Grotendeels gebaseerd op S. VAN DEN BOGAERT, "Horizontality: The Court Attacks?", *l.c.*, (123) 134- 143 en M. ANDENAS, T. GÜTT en M. PANNIER, "Free movement of capital and national company law", *l.c.*, (757) 766-767.

⁶⁵ Zie ook: H.v.J. Angonese, C-281/98, 6 juni 2000, www.curia.europa.eu, nr. 32.

doelstellingen niet voldoende kan worden voldaan door de lidstaten zelf.⁶⁶ Door de besproken uitbreiding van het toepassingsgebied zou de werkingssfeer van het Europees Recht doordringen tot diep in het privaatrecht (onder andere het Vennootschapsrecht), een domein dat traditioneel voorbehouden is aan de lidstaten. Vervolgens acht men dit niet volledig verenigbaar met de scheiding der machten. Voor zulke uitbreidingen zou een wetgevend ingrijpen meer gepast zijn. De beslissingen van het Hof zetten de lidstaten immers voor een voldongen feit.⁶⁷ Dat kan ook zijn gevolgen hebben op het vlak van rechtszekerheid. Het onderzoeken van alle private regels die eventueel een (indirecte) discriminatie vormen is een enorm en onafgeijnd werk dat geval per geval bekeken en afgewogen zal moeten worden. Tenslotte worden er ook vragen gesteld bij de toepasbaarheid van bestaande rechtvaardigingsgronden op de private actoren. Die gronden zijn immers gebaseerd op het algemeen belang terwijl private personen (met uitzondering van quasi-publieke personen) normaliter particuliere belangen nastreven⁶⁸ (zie verder: deel 5).

5.4.2. Horizontale onrechtstreekse werking

In het kader van het vrij verkeer van goederen en diensten is de horizontale onrechtstreekse werking aanvaard. De bescherming tegen private belemmeringen wordt hier verzekerd door het afdwingen van de verplichtingen van de Staat – en meer specifiek de vrijheden, al dan niet in combinatie met het beginsel van gemeenschapstrouw – ten aanzien van de Europese Unie. De lidstaten zijn verantwoordelijk voor hun private regelgeving en het kader dat zij daarmee creëren voor de handelingen van private personen.

Omdat de onrechtstreekse opvatting evengoed diep ingrijpt in het nationaal recht en aldus (weze het onrechtstreeks) het gedrag van private personen bepaalt, blijven de tegenargumenten van de horizontale rechtstreekse werking ook in dat geval van toepassing. Toch zijn er aan het ‘onrechtstreekse type’ voordelen verbonden. Ten eerste wordt aangehaald dat hierdoor het normale stramien van het Verdrag wordt gerespecteerd: het zijn de lidstaten die verplichtingen hebben ten aanzien van bepaalde derden en hiervoor kunnen worden aangesproken. En toch heeft die oplossing nog steeds effect op particulieren omdat zij voor de nationale rechter de niet-toepassing kunnen vragen van een wet die niet overeenkomstig het Europees recht is. De Commissie kan de lidstaten ook aanspreken om de interne wetgeving te wijzigen. Zo wordt ook de situatie van particulieren gewijzigd.⁶⁹ De tweede reden is dat het beginsel van subsidiariteit beter gerespecteerd wordt, omdat de

⁶⁶ K. LENAERTS en P. VAN NUFFEL, *o.c.*, 100-109.

⁶⁷ S. VAN DEN BOGAERT, “Horizontaliteit: The Court Attacks?”, *l.c.*, (123) 142. In de bespreking van het arrest Commissie/Nederland vinden we dezelfde mening terug: A. LOOJESTIJN-CLEARIE, “All That Glitters Is Not Gold: European Court of Justice Strikes Down Golden Shares in Two Dutch Companies”, *l.c.*, (429) 444-445.

⁶⁸ R. STREINZ en S. LEIBLE “Die unmittelbare Wirkung der Grundfreiheiten”, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2000, (459) 461.

⁶⁹ M. ANDENAS, T. GÜTT en M. PANNIER, “Free movement of capital and national company law”, *l.c.*, (757) 766-767.

zaken tussen twee particulieren door het nationale recht en bij de nationale rechter afgehandeld worden. Enkel mogelijke problemen met de inhoud van het nationaal recht worden behandeld op het Europese niveau.⁷⁰

6. GEVOLGEN VOOR HET VENNOOTSCHAPSRECHT

6.1. SITUERING

Aandeelhoudersdemocratie binnen de E.U. in het algemeen, en de harmonisatie van de ISIV-regel in het bijzonder, zijn lang een streefdoel geweest van de Europese Commissie.⁷¹ Die harmonisatiepoging is echter niet geslaagd. Bijgevolg kunnen de afwijkingen van de ISIV-regel enkel getoetst worden aan het primair Europees recht, waaronder artikel 56 EG-Verdrag.

Uit het vorige hoofdstuk volgt dat het niet geheel ondenkbaar is dat het Hof van Justitie de horizontale werking van het vrij verkeer van kapitaal uiteindelijk zal aanvaarden. In dit hoofdstuk wordt nagegaan wat de gevolgen van die evolutie van de rechtspraak zouden zijn voor het nationaal Vennootschapsrecht. Dat heikele punt werd door Advocaat-Generaal POIARES MADURO opgeworpen in zijn advies in de zaak Commissie tegen Nederland. Hij stelde de vraag “of wetgeving die sommige aandeelhouders de mogelijkheid biedt om bepaalde bijzondere rechten te verkrijgen om hen tegen de marktontwikkelingen te beschermen, zelf een beperking van het vrij verkeer van kapitaal kan vormen. Dergelijke wetgeving kan de toegang tot kapitaal op de nationale markt beperken door de positie te beschermen van bepaalde marktdeelnemers die een stevige plaats op die markt hebben verworven. Bovendien zijn die marktdeelnemers waarschijnlijk nationale aandeelhouders. Dergelijke wetgeving kan derhalve de toegang tot de nationale markt voor in andere lidstaten gevestigde investeerders belemmeren.”⁷²

Eerst zal het reikgebied van het Hof van Justitie afgebakend worden. Vervolgens gaan we concreet na welke bepalingen van het Vennootschapsrecht mogelijks in conflict kunnen komen met de kapitaalsvrijheid. Tenslotte zal de wenselijkheid van die mogelijke ‘harmonisatie door het Hof van Justitie’ besproken worden.

⁷⁰ E.J. LOHSE, “Fundamental Freedoms and Private Actors – towards an ‘Indirect Horizontal Effect’, *l.c.* 2007, (159) 189.

⁷¹ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in The European Union – A Plan to move forward, 21 mei 2003, COM (2003) 284, <http://europa.eu.int/>, 13-14.

⁷² Conclusie AG POIARES MADURO in C-282/04 en C-283/04, www.curia.europa.eu, nr. 24.

6.2. AFBAKENING

6.2.1. Enkel beursgenoteerde vennootschappen?

Achter de vraag of het Hof van Justitie enkel toezicht kan uitoefenen op beursgenoteerde vennootschappen, schuilt de dieperliggende vraag naar de bevoegdheidsverdeling tussen de Europese en de nationale rechtssfeer. In het tabaksreclamearrest van Duitsland tegen Europees Parlement/Europese Raad van 5 oktober 2000 besliste het Hof, met betrekking tot artikel 95 EG-Verdrag, dat de Europese Gemeenschap (waarvan het Hof van Justitie een instelling is) slechts bevoegd is als de bestreden bepaling daadwerkelijk een belemmering kan uitmaken voor de nagestreefde doeleinden. Dat vloeit voort uit het attributiebeginsel, dat bepaalt dat de Europese Gemeenschap slechts over toegewezen bevoegdheden beschikt (artikel 5 EG-Verdrag). Anders zou de bevoegdheid van de Gemeenschap nagenoeg onbegrensd zijn.⁷³

Volgens GRUNDMANN en MÖSLEIN zou die regel ook bruikbaar moeten zijn om de bevoegdheid van het Hof van Justitie af te bakenen. Zij onderscheiden dan ook genoteerde en niet-genoteerde ondernemingen. Voor de ondernemingen die genoteerd zijn op een internationaal toegankelijke kapitaalmarkt zijn grensoverschrijdende effecten nooit uit te sluiten. Er is altijd een mogelijke (ontradende) invloed van de beperkende regeling op eventuele buitenlandse investeerders. Het vrij verkeer van kapitaal moet op die beperkingen dan ook op van toepassing zijn. Voor niet-beursgenoteerde ondernemingen gaat die redenering niet op. In die gevallen is de grensoverschrijdende belemmering slecht hypothetisch, in zoverre er in het concrete geval geen buitenlandse investeerder wordt aangetroffen. Bijgevolg vallen zij dan ook buiten het reikgebied van het Europees recht.⁷⁴

6.2.2. Rechtvaardigingsgronden ook van toepassing op private personen?

In de Golden Share zaak Commissie tegen België is gebleken dat een beperking van het vrij verkeer van kapitaal gerechtvaardigd kan zijn ter bescherming van het algemeen belang. Bij een onrechtstreekse horizontale werking rijst de vraag of de overheid zich ook dan op de rechtvaardigingsgronden kan beroepen. Als het Hof van Justitie de kapitaalsvrijheid rechtstreeks horizontaal zou laten werken, moet gekeken worden naar het mogelijke effect van die rechtvaardigingsgronden tussen de private partijen.

Wat betreft de **onrechtstreekse horizontale werking** stelt dat geen probleem. Daarvoor kan verwezen worden naar het besproken arrest Cipolla tegen

⁷³ H.v.J. Duitsland/Europees Parlement-Europese Raad, 5 oktober 2000, nr. C-376-98, www.curia.europa.eu, nr. 83 en 106-108; K. LENAERTS en P. VAN NUFFEL, *Constitutional Law of the European Union*, London, Sweet & Maxwell, 2005, 86-90.

⁷⁴ S. GRUNDMANN en F. MÖSLEIN, "Golden Shares – State control in privatised companies: comparative law, European law and policy aspects", *Euredia* 2001-02, (623) 657-658.

Portolese. In casu argumenteerde de Italiaanse regering dat de prijsbepaling noodzakelijk was om de consument te beschermen. Een prijzenslag tussen advocaten zou immers kunnen leiden tot een lagere kwaliteit, waarvan uiteindelijk de consument het slachtoffer is. Het Hof antwoordde daarop dat een beperking van de vrijheid van dienstverrichting in de nationale wet gerechtvaardigd kan zijn als ze ingevoerd wordt ter verwezenlijking van een dwingende reden van algemeen belang, en als de beperking niet verder gaat dan noodzakelijk voor het bereiken van dat doel.⁷⁵ Als we dat toepassen op de afwijkingen van 1S1V, dan zou het toekennen van een extra stem aan trouwe aandeelhouders eventueel gerechtvaardigd kunnen worden door het argument dat dit noodzakelijk is om de continuïteit en stabiliteit van de onderneming te bevorderen en de betrokkenheid van de bevoorrechte aandeelhouder in de vennootschap te stimuleren.

Wat betreft de **rechtstreekse horizontale werking**, heeft het Hof in het Bosman-arrest duidelijk gesteld dat “niets particulierien belet ter rechtvaardiging van de hun ten laste gelegde beperkingen van het vrij verkeer van werknemers de door artikel 48 van het Verdrag aanvaarde rechtvaardigingsgronden van openbare orde, openbare veiligheid en volksgezondheid aan te voeren. De draagwijdte en de inhoud van die rechtvaardigingsgronden verschillen immers niet naargelang de beperkende regeling ter rechtvaardiging waarvan zij worden aangevoerd, van publiekrechtelijke dan wel van privaatrechtelijke aard is.”⁷⁶

Uiteraard blijft het noodzakelijk dat inhoudelijk aan de voorwaarden voor de rechtvaardigingsgronden is voldaan. Wat betreft de invulling van het begrip **openbare orde**, stelt het Hof van Justitie dat die term strikt moet worden geïnterpreteerd. De gemeenschapsinstellingen moeten aldus in casu controle uitoefenen op het gebruik ervan en nagaan of het gaat over “een werkelijke en genoegzaam ernstige bedreiging die een fundamenteel belang van de samenleving aantast”.⁷⁷ Zo zal het Hof moeten nagaan of de redenen die *de Staat* aanhaalt voor haar nationale (vennootschaps)wetgeving te rechtvaardigen, het algemeen belang ook écht raken. Die redenering gaat ook op voor *private ondernemingen die collectieve maatregelen* nemen, zoals de UEFA in het arrest Bosman.⁷⁸ Door hun specifieke positie als ‘quasi-overheid’ kunnen zij handelen om de belangen van hun leden te vrijwaren. Voor *louer private spelers* zal de rechtspraak van het Hof van Justitie moeten uitwijzen in hoeverre hun ‘vrijheidsbeperkende’ handelingen al dan niet geacht worden om de openbare orde te raken. Een vennootschap zou bijvoorbeeld kunnen beargumenteren dat het toekennen van extra rechten aan bepaalde

⁷⁵ H.v.J. Cipolla/Portolese e.a., nr. C-94/04 en C-202/04 (gevoegde zaken), 5 december 2006, www.curia.europa.eu, nr. 61-62; S.A. DE VRIES, “Hoe relatief is de vrijheid van vrije beroepsbeoefenaars na Cipolla?”, *Nederlands tijdschrift voor Europees Recht* 2007, (93) 93-94.

⁷⁶ H.v.J. Jean-Marc Bosman, C-415/93, 15 december 1995, www.curia.europa.eu, nr. 11.

⁷⁷ H.v.J. Commissie/België, nr. C-503/99 (Distrigaz), 4 juni 2002, www.curia.europa.eu; nr. 47-48. H.v.J. Commissie/Spanje, nr. C-463/00, 13 mei 2003, www.curia.europa.eu; nr. 72-73.

⁷⁸ H.v.J. Jean-Marc Bosman, C-415/93, 15 december 1995, www.curia.europa.eu, nr. 105-114.

aandeelhouders noodzakelijk is om de continuïteit van de vennootschap te verzekeren.

6.3. MOGELIJKE CONFLICTEN BINNEN HET VENNOOTSCHAPSRECHT

6.3.1. Algemene regel

Welke bepalingen van het Vennootschapsrecht kunnen nu in strijd zijn met artikel 56 EG-Verdrag? En dat enerzijds rechtstreeks tegenover de vennootschap die de belemmeringen veroorzaakt, en anderzijds tegenover de lidstaat die de vennootschap de mogelijkheid geeft om die bepalingen te gebruiken en aldus belemmeringen in het leven te roepen.

Uit de voorgaande hoofdstukken is gebleken dat de lakmoesproef ligt in de vraag of de regeling er al dan niet voor zorgt dat de aantrekkingskracht van een investering in een ‘gewapende’ vennootschap erop achteruit gaat.⁷⁹ We moeten dus nagaan of de regeling ervoor zorgt dat investeerders door die bepaling besluiten om zich toch niet in te kopen in de onderneming.

6.3.2. Toepassingen

Aan de hand van de Golden Share rechtspraak kunnen we grosso modo vier grote lijnen van verboden beperkingen waarnemen. De eerste en meest logische verboden beperking is een discriminatie van de aandeelhouders op grond van nationaliteit, bijvoorbeeld een verbod voor buitenlandse aandeelhouders om aandeelhouder te worden of het stemrecht uit te oefenen. De zaak Commissie tegen Portugal is daar een toepassing van. Een tweede verboden beperking is dat men de goedkeuring van een bijzondere aandeelhouder vereist voor de overschrijding van bepaalde percentages door andere aandeelhouders, zoals in de zaak Commissie tegen Verenigd Koninkrijk. Ten derde zou het niet toegelaten zijn om een voorafgaandelijke vergunning of een bekrachtigende goedkeuring van de gouden aandeelhouder te vragen voor bepaalde belangrijke strategische beslissingen zoals fusies, overnames, ontbindingsbeslissingen of de verkoop van belangrijke assets (bijvoorbeeld Commissie tegen België). Ten vierde kunnen ook stemrechtbeperkingen voor een belemmering van het vrij kapitaalverkeer zorgen. Door vast te stellen dat aandeelhouders maximaal met een bepaald percentage aandelen mogen stemmen, is het immers mogelijk dat de beschermde aandeelhouder zekerheid krijgt over een blokkeringsminderheid die niet beantwoord aan zijn aandeel in het kapitaal (zie Commissie tegen Duitsland).

Ook andere mogelijkheden die geboden worden door het Vennootschapsrecht zouden door het Hof op gelijke wijze behandeld kunnen worden. Zo zou bijvoorbeeld de mogelijkheid uit het Frans recht om aandelen meervoudig

⁷⁹ Zie ook: E. SZYSZCZAK, “Golden Shares and Market Governance”, *Legal Issues of Economical Integration* 2002, (255) 271-272.

stemrecht te geven, strijdig kunnen zijn met het Europees Recht. Dat meervoudig stemrecht kan immers evenzeer bekeken worden als een beperking van de mogelijkheid van de andere aandeelhouders om hun controle proportioneel uit te oefenen.⁸⁰

Ook sommige bepalingen uit het Financieel recht zouden niet ontsnappen aan de controle van het Hof van Justitie. Zo bijvoorbeeld de regels aangaande het openbaar overnamebod en de beteugeling van afweermechanismen. Die materie was het onderwerp van harmonisatie in de Dertiende Richtlijn betreffende het Openbaar Overnamebod.⁸¹ Artikel 9 van die richtlijn bevat de *neutraliteitsregel*, die kortweg zegt dat het bestuur tijdens het bod slechts met machtiging van de algemene vergadering beschermingsmaatregelen mag nemen. Artikel 11 bepaalt de *doorbraakregel*, die permanente beschermingsmaatregelen buiten werking stelt tijdens de procedure van het openbaar overnamebod. Beide maatregelen bevorderen de aantrekkelijkheid van de investering, omdat daardoor de beslissing bij de aandeelhouders, en dus bij de eigenaars van de vennootschap, komt te liggen. Artikel 12 laat lidstaten echter toe om ze niet toe te passen.⁸² Volgens ANDENAS, GÜTT en PANNIER moet de toepassing van die ‘opt-out-regeling’ getoetst worden aan het vrij verkeer van kapitaal. Als secundaire EG-wetgeving enkel minimumharmonisatie oplegt en de lidstaten toelaat om strenger te zijn, moeten die eventuele strengere maatregelen verenigbaar zijn met de fundamentele verdragsbepalingen. Die opt-out regeling moet volgens de voornoemde auteurs beschouwd worden als een mogelijkheid voor de lidstaten om regels te handhaven die de aandeelhouders minder beschermen. Zij mogen dan ook niet ingaan tegen het vrij verkeer van kapitaal.⁸³ Die redenering komt bevreemdend over. De opname van een ‘opt-out-regeling’ was immers cruciaal in de totstandkoming van de Dertiende Richtlijn. Het resultaat hiervan zou zijn dat een afwijkingmogelijkheid die de lidstaten onderling hebben bedongen, achteraf door het Hof van Justitie buitenspel wordt gezet omdat het gebruik ervan zou ingaan tegen de bepalingen van het primair gemeenschapsrecht. De beperkingen van de positieve harmonisatie van de Richtlijn worden weggesnoeid door de negatieve harmonisatie door het Hof van Justitie aan de hand van de fundamentele verdragvrijheden.

6.4. EVALUATIE

Zoals uit de voorgaande paragrafen blijkt, zou het consequent doortrekken van de horizontale rechtstreekse en onrechtstreekse werking grote gevolgen hebben

⁸⁰ M. ANDENAS, T. GÜTT en M. PANNIER, “Free movement of capital and national company law”, *I.c.*, (757) 785-786.

⁸¹ Richtl. nr. 2004/25/EG, 21 april 2004, aangaande het Openbaar Overnamebod, <http://eur-lex.europa.eu>.

⁸² J.M. NELISSEN GRADE, “De Dertiende Richtlijn betreffende het Openbaar Overnamebod”, *T.R.V.* 2006, (104) 120-123.

⁸³ M. ANDENAS, T. GÜTT en M. PANNIER, “Free movement of capital and national company law”, *I.c.*, (757) 783-785.

voor sommige bepalingen van het Venootschapsrecht van de lidstaten, zoals stemrechtbeperkingen en het meervoudig stemrecht.

Langs de ene kant kan men stellen dat dit een verdere stap zou zijn in de richting van een volledige open markt zonder binnengrenzen. De fundamentele kapitaalsvrijheid zou pas echt efficiënt beschermd worden als ook private spelers eraan onderworpen worden en het nationaal Venootschapsrecht wordt geharmoniseerd. Dat is exact de bedoeling van de negatieve harmonisatie van het Hof van Justitie, waarbij gestaag alle grenzen binnen de Europese interne markt gesloopt worden aan de hand van het primaire gemeenschapsrecht. Daarbij komt dat de grote stappen in het Europese Integratieproces (bijvoorbeeld de leer van de rechtstreekse werking⁸⁴) vaak door het Hof van Justitie zijn genomen.

Langs de andere kant roept zulke negatieve harmonisatie via de rechtspraak van het Hof van Justitie vragen op, zeker aangezien de Commissie vruchteloos heeft geprobeerd om ISIV via wetgevend initiatief tot een Europese regel te promoveren. Het komt op het eerste gezicht bevreemdend over dat een materie waar de lidstaten geen overeenstemming over konden vinden, dan maar door vooruitstrevende rechtspraak aan hen opgedrongen wordt door een extensieve uitlegging van een verdragsbepaling. De lidstaten zouden aldus voor een voldongen feit⁸⁵ geplaatst worden en gedwongen worden tot hetgeen waartoe zij voordien niet vrijwillig wilden overgaan.

In de logica van het Europees recht gaat dat argument echter niet op. Dat wordt duidelijk bij het bekijken van de rechtspraak van het Hof van Justitie bij een soortgelijke problematiek. Het ging over de impact van de vrijheid van vestiging (artikel 43 EG-Verdrag) in de strijd tussen de landen die een werkelijke zetelleer hanteerden en de landen die een corporatieleer voorstonden. Het discussiepunt was of de regels die van toepassing zijn op een venootschap, bepaald worden door de regelgeving van het land waar de venootschap is opgericht, of van het land waar de venootschap zijn werkelijke zetel heeft. Tussen die twee kampen werd een ‘stellingenoorlog’ uitgevochten, waardoor men niet tot een positieve harmonisatie kwam.⁸⁶ Cruciaal is dat het Hof van Justitie heeft beslist dat “ofschoon de door artikel 293 EG gesuggereerde overeenkomsten, net als de in artikel 44 EG bedoelde harmonisatierichtlijnen, de verwezenlijking van de vrijheid van vestiging kunnen vergemakkelijken, de uitoefening van deze vrijheid niet afhankelijk mag zijn van de totstandkoming van dergelijke overeenkomsten”.⁸⁷ Het Hof heeft de werkelijke zetelleer in die zaak dan ook getoetst aan de vrijheid van

⁸⁴ H.v.J. NV Algemene Transport- en Expeditie Onderneming van Gend & Loos/Nederlandse administratie der belastingen, nr. C-26-62, 5 februari 1963, www.curia.europa.eu.

⁸⁵ S. VAN DEN BOGAERT, “Horizontality: The Court Attacks?”, in BARNARD, C. en SCOTT, J., *l.c.*(123) 142.

⁸⁶ S.F.G. RAMMELOO: “The Long and Winding Road towards Freedom of Establishment for Legal Persons in Europe”, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2003, (169) 171-176.

⁸⁷ H.v.J. *Uberseering*, nr. 208-00, 5 november 2002, www.curia.europa.eu; nr. 55; S.F.G. RAMMELOO: “The Long and Winding Road towards Freedom of Establishment for Legal Persons in Europe”, *l.c.*, (169) 183.

vestiging en bepaald dat de concrete toepassing ervan strijdig is met het gemeenschapsrecht.

De positieve harmonisatiepogingen van de lidstaten inzake 1S1V zijn tot op heden niet geslaagd. In de dynamiek van negatieve harmonisatie kan het Hof van Justitie, als en in de mate dat het vrij verkeer van kapitaal wordt belemmerd, nagaan of die regel als het ware impliciet in de primair recht aanwezig is. Als dat zo is, dan kan het Hof van Justitie ook zonder initiatief van de lidstaten ingrijpen, in zoverre de omstreden belemmering niet afdoende gerechtvaardigd is.

7. BESLUIT

De 1S1V-regel stelt dat stemrecht gekoppeld moet worden aan het aandelenbezit in de vennootschap. Het zijn immers de aandeelhouders, de eigenaars van de vennootschap, die uiteindelijk zullen delen in de winst en het verlies van de vennootschap. Niet in alle EU-landen wordt de 1S1V-regel toegepast. De harmonisatiepogingen van die regel op Europees wetgevend niveau zijn door gebrek aan succes voorlopig bevroren. Artikel 56 EG-Verdrag stelt dat alle beperkingen van kapitaalverkeer verboden zijn tussen lidstaten. Bij gebrek aan secundair gemeenschapsrecht kunnen mogelijke beperkingen aan het primair gemeenschapsrecht worden getoetst.

In het kader van de strijd tegen Golden Shares heeft het Hof van Justitie een reeks arresten uitgesproken waarin gesteld wordt dat afwijkingen van het 1S1V-beginsel ten gunste van de overheid buitenlandse investeerders afschrikt en zo een belemmering vormt voor het vrij kapitaalverkeer. Daarvoor is het irrelevant of de belemmering al dan niet discrimineert en of de betwiste bepaling via de wet of via het gemeen Vennootschapsrecht tot stand is gebracht.

Bovendien heeft het Hof van Justitie bij de interpretatie van de andere vrijheden de leer van de horizontale werking uitgewerkt. Dat kan zowel op een rechtstreekse wijze (tussen particulieren onderling), als op een onrechtstreekse wijze (de overheid wordt verweten dat het aan de particulier de ruimte laat om aan een andere particulier het genot van de fundamentele vrijheden te ontnemen). Een eigenschap van jurisprudentie is dat het recht evolueert aan de hand van geschikte zaken die het Hof toelaten om een stap voorwaarts te zetten. Opvallend op dit domein is dat we op twee vlakken ('publiekrechtelijk karakter van Golden Shares' en 'particulier die collectieve maatregelen neemt') opmerken dat het Hof het toepassingsgebied van een begrip (over)strekt om de vraag naar de horizontale werking voor zich uit te schuiven. Die horizontale werking zou een grote schok teweeg brengen in het nationaal Vennootschapsrecht van de lidstaten. Afwijkingen (onder andere stemrechtbeperkingen, meervoudig stemrecht, vereiste goedkeuringen) van 1S1V zouden door het Hof van Justitie strijdig geacht kunnen worden met het

vrij kapitaalsverkeer. Daardoor zou die vrijheid veel efficiënter beschermd worden.

Hoewel het niet de eerste keer zou zijn dat het Hof van Justitie met een arrest (r)evolutie teweeg brengt, ligt het in deze materie gevoelig door de voorafgaande harmonisatiepogingen van de Commissie. Het zou opmerkelijk zijn dat het Hof de lidstaten verplicht tot iets waar ze vrijwillig niet in zijn geslaagd. Het is duidelijk dat de afwijkingen van ISIV in de knoop liggen met het vrij kapitaalsverkeer. Het lijkt echter meer aangewezen dat de lidstaten de knoop alsnog proberen te ontwarren, zodat het Hof van Justitie hem niet moet doorhakken.