

Bouwen aan een *Capital Markets Union* op wankelende funderingen

Ondernemingsrecht 2017/11

Column

Op 30 september 2015 publiceerde de Europese Commissie het "Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie" – doorgaans de *Capital Markets Union* ("CMU") genoemd.¹ De CMU moet worden gezien in het licht van de politieke wens van de Europese Commissie om de Europese economie te versterken, investeringen te stimuleren en banen te scheppen. Bespreking van verschillende onderdelen van dit Actieplan voor de CMU staat centraal in dit themanummer.

In het Actieplan voor de CMU bezigt de Europese Commissie ronkende taal. Krachtiger kapitaalmarkten zijn nodig, opdat aan ondernemingen nieuwe financieringsbronnen ter beschikking staan. Sterkere kapitaalmarkten moeten een aanvulling vormen op Europa's sterke traditie van bankfinanciering. De CMU moet helpen kapitaal in Europa te mobiliseren en te kanaliseren naar alle bedrijven en moet leiden tot een betere koppeling tussen financiering en investeringsprojecten in de hele Europese Unie. Uiteindelijk zal de CMU (moeten) leiden tot een stabiel financieel systeem, met meer grensoverschrijdende risicodeling, diepere en meer liquide markten en gediversificeerde financieringsbronnen.² Om deze redenen rekent de Europese Commissie, zo werd opgemerkt bij de lancering van het Actieplan voor de CMU, "het opbouwen van een echte eengemaakte markt voor kapitaal – een kapitaalmarktunie voor alle 28 lidstaten – tot zijn topprioriteiten."³

Inmiddels leven we ruim een jaar verder en, belangrijker, in de wetenschap dat de Europese Unie binnen afzienbare termijn een lidstaat minder zal tellen. En niet zo maar een lidstaat. Het aanstaande vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie ten gevolge van de keuze voor de *Brexit* leidt tot fundamentele vragen over de politieke stabiliteit van en binnen de Europese Unie, individuele lidstaten en belangrijke staten daarbuiten. In zijn bijdrage in dit themanummer staat Busch hier uitvoerig bij stil. Gegeven de uitdagingen waar de Europese Unie voor staat, waaronder verkiezingen in tal van lidstaten, lijkt 2017 een sleuteljaar te worden. Bepaald geen stevige fundering om de CMU op te bouwen.

Er zijn echter meer funderingen onder het Actieplan voor de CMU die wankel zijn. Zoals Raaijmakers en Ten Kate in dit themanummer constateren, ontbreekt in het Actieplan aandacht voor *corporate governance* van beursvennootschappen en, in het bijzonder, de positie van de (minderheids)aandeelhouder. Vreemd is dat niet. De harmonisering van het vennootschapsrecht in de Europese Unie is al jaren geleden tot stilstand gekomen. Over de kernvraag in het ondernemingsrecht – de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur van de vennootschap en de aandeelhouders – hebben van meet af aan sterk uiteenlopende opvattingen bestaan tussen de lidstaten. Die opvattingen laten zich niet bijsturen in de wens van de Europese Commissie om te komen tot een CMU. Het maakt echter wel dat een fundamenteel element van een goed werkende kapitaalmarkt – de positie van de investeerders – in de CMU niet wordt geadresseerd.

Dan is er nog een derde wankelende fundering voor de werking van de kapitaalmarkten – en daarmee ook voor het Actieplan CMU. We zijn getuige – en indirect onderdeel – van het niet eerder vertoonde monetair experiment van de Europese Centrale Bank ("ECB") om op grote schaal obligaties op te (laten) kopen. Op basis van het zogenoemde "expanded asset purchase programme"⁴ intervenueert de ECB sinds voorjaar 2015 op de obligatiemarkt. In eerste instantie door staatsobligaties

1 COM (2015) 468 final. Het Actieplan voor de CMU werd voorafgegaan door het Groenboek "Het opbouwen van een kapitaalmarktunie" van 18 februari 2015 (COM (2015) 63).

2 Actieplan, p. 3-4.

3 Actieplan, p. 3.

4 Zie hierover www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html.

op te kopen, sinds april 2016 ook door het opkopen van door ondernemingen (niet zijnde banken) uitgegeven obligaties. De getallen van het opkoopprogramma zijn duizelingwekkend. Sinds maart 2015 koopt de ECB maandelijks obligaties op voor een bedrag tot €60 miljard; sinds april 2016 maandelijks voor een bedrag tot €80 miljard. Het programma loopt in ieder geval nog tot en met december 2017, zij het dat het maximale bedrag na maart 2017 weer wordt teruggebracht tot €60 miljard, en het totaal door de ECB te besteden bedrag kan oplopen tot €1140 miljard. Over de (politieke) wenselijkheid van (voortzetting) van het opkoopprogramma van de ECB en de vraag of het programma zijn doel bereikt, wordt zeer uiteenlopend gedacht. De kritiek op dit beleid neemt toe.⁵ Vaststaat in ieder geval dat het ECB-beleid ontwrichtende gevolgen heeft voor de werking van de kapitaalmarkt. De interventies van de ECB hebben dusdanige invloed op de rentestand dat (sommige) overheden en ondernemingen op de kapitaalmarkt geld (hebben) kunnen lenen tegen negatieve rente. Daargelaten de gevolgen voor de dekkingsgraad van pensioenfondsen, is het gevolg van de door de ECB veroorzaakte lage rentestand dat in toenemende mate investeringen op papier rendabel zullen zijn. Immers met “gratis geld” daalt de discontovoet voor investeringen tot (bijna) nul procent. In de populaire pers is dit fenomeen beeldend omschreven als “de toekomst is gratis” en “ijsjes voor eskimo's”.⁶

Wat, wellicht, met de maatregelen uit het Actieplan voor de CMU kan worden gewonnen om te komen tot een betere koppeling tussen financiering en investeringsprojecten in de hele Europese Unie, valt in het niet zolang de Europese kapitaalmarkten als gevolg van het ECB-beleid disfunctioneren. Laat dat de lezer van dit themanummer echter niet weerhouden om de in dit nummer opgenomen artikelen over de verschillende onderdelen van het Actieplan voor de CMU tot zich te nemen. Ook op wankelende funderingen worden bouwsels gefabriceerd die van invloed kunnen zijn op de ondernemingsrechtelijke praktijk van alledag.

5 Vergelijk bijvoorbeeld de kritiek van Hans Hoogervorst, voorzitter van de International Accounting Standards Board (IASB, de organisatie die verslaggevingstandaarden IFRS opstelt), in Het Financieel Dagblad van 8 december 2016 (voorpagina en pagina 6).

6 Zie de bijdragen in het Het Financieel Dagblad van Mathijs Bouman van 14 juni 2016 (“Meneer Schäuble, erken uw verlies”) en 26 april 2016 (“Ijsjes voor Eskimo's”).