

# *Financial Law Institute*

Working Paper Series

*WP 2000-12a*

*November 2000*

*Krachtlijnen inzake de  
ontwikkeling van het  
vennootschapswezen*

*Eddy WYMEERSCH*

The **Financial Law Institute** is a department within the Law School of the Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.

For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:

**<http://www.law.rug.ac.be/fli>**

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2000

*Krachtlijnen inzake de ontwikkeling  
van het vennootschapswezen*

*Eddy WYMEERSCH*

To be published by:

*Instituut der Bedrijfsrevisoren.*

Comments to the Author:

Eddy.Wymeersch@rug.ac.be

© *Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2000*

## Krachtlijnen inzake de ontwikkeling van het vennootschapswezen

**Eddy Wymeersch**  
hoogleraar Universiteit Gent

Welke zijn de grote wijzigingen in de ondernemingswereld, die ook na termijn een wezenlijke invloed zullen uitoefenen op de organisatie en structuur van de auditfunctie ten aanzien van Belgische gevestigde ondernemingen.

### **A - Algemene vaststellingen**

1. Het valt niet te miskennen dat wij leven in een periode van versnelde wijziging in het ondernemingswezen leven: globalisering, doch ook re-engineering, terugkeer naar de core business, zijn elementen die doorheen het gehele bestel zich laten gelden. De invloed van de digitalisering van de gegevensstromen, die volop aan de gang is, beïnvloedt nu reeds in vele opzichten de structuur van de onderneming. En deze evolutie heeft nog maar pas aangevangen.

Deze algemene ontwikkelingen hebben nu reeds een zichtbare invloed op de wijze waarop ondernemingen zich structuren en organiseren. Men kan hierbij verwijzen naar het ontstaan van een aantal “global enterprises” van het type DaimlerChrysler, naar het toenemend aantal grensoverschrijdende overnames en fusies - Aventis, Vodafone-Mannesmann, Deutsche Bank en Banker’s Trust - zijn een paar voorbeelden, terwijl het streven naar “global networks” in de telecommunicatie en in de mediasector - Vivendi, WorldCom en zovele andere - toch tot de meer opvallende recente ontwikkelingen moeten worden gerekend.

2. In het kielzog van deze primaire ontwikkelingen ontspint zich vanzelfsprekend ook een gehele evolutie op het stuk van de structuren van de onderneming, van de daarmee gepaard gaande dienstverlening, en tenslotte van de toepasselijke rechtsregelen. Ook hier kunnen enkele voorbeelden de materie situeren: in het kader van de traditionele fusies of overnames worden nieuwe structuren ontworpen, om de lokale inplantingen van de betrokken ondernemingen te verzoenen met een wereldomspannend activiteitsgebied: inzake DaimlerChrysler diende het Duitse medezeggenschap verzoend te worden met de Amerikaanse arbeidsverhoudingen. Bij Aventis, ontstaan uit Hoechst en Rhône-Poulenc, werd een originele contractuele formule van medezeggenschap op punt gezet. Het concept zelf van de onderneming heeft zich inmiddels aangepast: in onze kennismaatschappij ligt de waarde ervan verval, niet zozeer in de activa waarover zij beschikt, ongeacht of zij er eigenaar van is of niet, doch in de meerwaarde die zij kan creëren, derhalve in de creativiteit van haar personeel, in de waarde van haar marktpositie, de vernieuwende kracht van haar produkten.

3. De ondersteunende dienstverlening - met name van accountants, fiscalisten, juristen, organisatiedeskundigen, milieuraadgevers, enz.- dient zich aan deze nieuwe realiteit aan te passen. De vraagstukken rijzen op wereldschaal, de antwoorden dienen daarom ook met dit gegeven rekening te houden. Het conflict van de culturen is daarom minder een schrikervaring dan een vraag van inpassing van dit complex aan nieuwe gegevens in de bestaande culturen.

4. Niets blijft door deze ontwikkelingen onberoerd. Deze voortschrijdende evolutie naar een wereldwijde samenleving is onomkeerbaar. Zij is volop aan de gang, zij het op ongelijke wijze afhankelijk van de gebieden die men vergelijkt of van de landen die er bij betrokken zijn. De druk op onze samenleving is aanzienlijk, en leidt tot spanningen : sommigen weigeren deze ontwikkelingen, wat leidt tot gewelddadige protesten, onder meer tegen de instellingen die wereldwijd de economische vraagstukken behandelen. Anderen verzetten zich tegen bepaalde aspecten die zij als excessen ervaren zoals de gewelddadige aanslagen tegen bepaalde vormen van onze consumptiemaatschappij aantonen. Doch de meerderheid van de staten en van hun bevolkingen hebben geleerd dat de adaptatie aan de ontwikkeling, eventueel met lokale aanpassingen, de sleutel tot de overleving bevat: zij assimileren de evolutie en brengen een nieuwe synthese tot stand. De geschiedenis leert dat fundamentele tendensen zich doorzetten, nooit in ongewijzigde vorm, maar aangepast, gekneed, afgezwakt, doch op lange termijn onmiskenbaar aanwezig. De globalisering die wij nu beleven is een basistrend die de laatste vijftig jaar op dreef is gekomen, doch, onder invloed van de versterkte wereldwijde communicatie zich nu versterkt doorzet.

5. Op de achtergrond van dit alles valt ook de ontwikkeling van het vennootschapsrecht - juist: het ondernemingsrecht, dus met inbegrip van de boekhoudregelen, de regelen inzake boekhouding toezicht, de regelen inzake governance, de regelen inzake financiële informatie, de regelen van toegang tot de financiële markten en inzake beursorganisatie, enz. - te situeren.

In de hiernavolgende uiteenzetting zal gepoogd worden enkele van deze grote trends te schetsen voor zover zij het ondernemingsrecht aanbelangen. Men zal er telkens bewust van blijven dat zij zich afspelen op een achtergrond van een veel fundamenteeler en meer alomvattende ontwikkeling, die in de regel wordt aangeduid als globalisering, doch dat in feite veel complexer is, en moet gezien worden als een onderdeel van een evolutie naar een nieuwe, naar wij allen hopen een betere wereld.

6. Een blik terug leert dat het vennootschapsrecht lang geen rustig bezit meer is. De ontwikkelingen die zich over de laatste vijftig jaar hebben voorgedaan, kunnen in drie of vier fasen worden gesitueerd, waarbij deze niet als opeenvolgend, doch ten dele als gelijktijdig moeten worden gezien.

Een eerste ontwikkelingsgolf kan men situeren rond de jaren zestig: het is de tijd van de eerste stappen in de Europese eenmaking. Als onderdeel van de vrije vestiging wordt hard gewerkt aan de "harmonisering" van het vennootschapsrecht. Vanuit een dogmatisch - conceptuele benadering van het wezen van de vennootschap worden, in overwegende mate onder Duitse invloed, geharmoniseerde regelen, tot op zekere hoogte eenvormige regelen vastgesteld, en later over geheel Europa verspreid. De vergaande overeenstemming betreffende de fundamentele doelstellingen - bv. kapitaalnormen als instrument voor de schuldeisersbescherming - verhindert dat het concept van de vennootschap als "instituut" ter discussie wordt gesteld. Doch de discussie lopen spaak op de meer maatschappelijk gebonden materies: het medezeggenschap is de splijtzwaam, doch ook inzake de boekhoudregelen heerst aarzeling, en dus blijvende divergentie.

7. Een tweede golf vangt aan in de jaren zeventig: hij blijft in de onderscheiden lidstaten hoofdzakelijk beperkt tot het nationale territorium. In België is hij eigenlijk reeds vroeger aangevangen. Hij betreft de groeiende invloed vast van de effectenmarkten op het vennootschapswezen. Een parallel vennootschapsrecht

ontwikkelt zich, buiten en naast de wet, meer verfijnd, en vooral aangepast aan de behoeften van de beursgenoteerde vennootschappen. Afzonderlijke regelen van boekhoudrecht - bv. de geconsolideerde jaarrekeningen - worden ontwikkeld. Belangrijk zijn de nieuwe voorschriften - eerst als soft law, later als wettelijke regelen - inzake overnamebiedingen, inkoop van eigen aandelen, voorkeurrecht van de oude aandeelhouders, enz. De eerste regelen van groepsrecht zien het licht. De materie van de belangenconflicten allerhande komt stilaan in de kijker. In al deze materies - men zal onmiddellijk de opsomming herkennen - heeft de Belgische Bankcommissie een wezenlijke voortrekkersrol gespeeld. Een wezenlijk deel van haar aanbevelingen werden later in de wet zelf ingeschreven.

Tegelijkertijd ontplooit zich een aanvullend effectenrecht: regelen betreffende financiële informatie of betreffende voorwetenschap kneden het gedrag van de actoren, zonder dat zij het belang bekleden die zij vandaag de dag hebben. “Mergers and acquisitions” wordt een modewoord, en bijna een bijzondere discipline.

Deze verdieping raakt niet alle actoren: de kleinere vennootschappen blijven buiten schot. De tendens naar deregulering leidt hier en daar tot verlichting van de verplichtingen, doch deze wegen niet op tegen het “spill over” effect: de regelen die aan de grote vennootschappen worden opgelegd, worden automatisch ook van toepassing verklaard op de kleinere vennootschappen, wat leidt tot inadequatie, onaangepastheid. Ook vandaag nog zijn beide normenbestellen niet adequaat op de onderscheiden behoeften afgesteld.

**8.** Een derde golf vertoont een grotere complexiteit. De harmoniseringstendens blijft wel doorwerken, doch zij leidt niet meer het debat. De economische omstandigheden zijn immers sterk gewijzigd. Onder invloed van de liberalisering van de economische stromen - in Europa bekend als de Interne markt - verheft de mededinging tussen de ondernemingen, doch ook tussen de productiemethoden. De efficiëntie van de vennootschapsvorm als ondernemingsorganisatie leidt tot bijkomende druk op het regelenbestel, en dus tot concurrentie tussen de wetgevers. De gewijzigde productiemethoden leidt tot een sterkere behoefte aan kapitaal, en dus tot sterk beroep, en bijkomende druk op de kapitaalmarkten. Bij grote vennootschappen wordt de concurrentie sterk geactiveerd door de druk die uitgaat van de effectenmarkten: enkel wie toegang krijgt tot de gunstigste financieringsvoorwaarden, en wie de beste productie- en distributietechnieken kan ontwikkelen, kan in de wereldwijde concurrentiestrijd overleven.

Terugkoppeland naar de vennootschappelijke materies kan gewezen worden op volgende ontwikkelingen

- de concurrentie tussen de rechtsorden neemt toe: vennootschappen doen aan shopping voor het meest gunstige vennootschapsregime<sup>1</sup>.

Wetgevers worden hunnerzijds beperkt door toenemende concurrentie van andere regelgevers, zelfs binnen Europa: wanneer de Britse wetgever geen minimumkapitaal verlangt van de besloten vennootschap, en elkeen deze kan oprichten en zich, luidens het Centros arrest, in geheel de Unie kan vestigen, zullen nationale wetgevers de grootste moeite hebben om hun minimum-kapitaalvereiste af te dwingen. Shopping voor meer aangepaste wetgeving is volop onder weg: het door vele Belgische

---

<sup>1</sup> Vanzelfsprekend voor zover het ook fiscaal gunstig is.

vennootschappen geliefde Nederlandse administratiekantoor kan hier als voorbeeld worden vermeld. Wanneer de Italiaanse Gucci zich in Nederland als holding vestigde, en aldaar een notering op de beurs aanvraag, was deze handeling ook geïnspireerd door de wens zich te kunnen beroepen op de royale beschermingsregelen die het Nederlandse recht - nog - kent. Deze redenering bleek achteraf juist te zijn: Gucci heeft - tot op heden - het bod van LVMH succesvol afgeweerd.

**9.** Waar de concurrentie wordt gehinderd, ontstaan sterke spanningsvelden. Als voorbeeld kan men hier de strijd rond de grensoverschrijdende fusie en de grensoverschrijdende zetelverplaatsing vermelden, beide ter discussie gesteld in voorstellen van richtlijn, en beide sinds meer dan een kwarteeuw vastgelopen op de Duitse Mitbestimmung.

Doch ook aan de recente polemiek rond de vestiging van buitenlandse vennootschappen, bekend van het Centros arrest, ligt eigenlijk de vraag ten grondslag in hoeverre concurrentie tussen vennootschapswetgevingen kan worden geduld. Kan men reglementaire shopping aanvaarden? Meer fundamenteel, welke zijn de belangen die door regelen van vennootschapsrecht worden beschermd, en moeten deze regelen dwingend worden vastgesteld?

- de concurrentie tussen de effectenmarkten : hier vallen meerdere vaststellingen te doen. De grootste vennootschappen zoeken hun aandeelhoudersbasis te verruimen door beroep te doen op de grootste effectenmarkten. Zij vragen opgenomen te worden op de Amerikaanse beurzen, of op Nasdaq, een beslissing waar zij achteraf dikwijls erg weinig vreugde aan ontleen. Hoe dan ook, deze beslissing leidt verplicht tot naleving van een aantal regelen van de veel meer veeleisende Amerikaanse effectenreglementering. De gevolgen zijn bekend: de Amerikaanse boekhoudnormen - US GAAP - worden de standaard, de audit dient te verlopen volgens Amerikaanse procedures, de financiële informatie wordt verstrekt naar Amerikaanse normen en frequentie. Indien er iets fout loopt is het toezicht in handen niet van de toezichthouder bevoegd voor de vennootschap, doch van deze bevoegd voor de markt. Het gezag van de nationale regelgever wordt geheel genegeerd. De lokale beroepsbeoefenaars worden niet meer als gesprekspartner aanvaard. Enkel de internationale auditkantoren kunnen nog een door deze toezichthouder aanvaarde verklaring afleggen.

De nationale effectenmarkten komen onder druk te staan: zij dienen hun normen aan de internationale praktijken aan te passen. Aldus kan men de ruime belangstelling van de marktorganisatoren - traditioneel de beurzen - voor Angelsaksisch geïnspireerde gedragscodes inzake corporate governance ontleden als instrumenten die de promotie van de door hen aangeboden diensten - met name de handel in effecten - ondersteunen.

De druk op de effectenmarkten leidt tot concentratie: de fusie van de beurzen is hiervan het meest tastbare bewijs. Het blijven evenwel marktorganisatoren in de oude stijl, gesteund op lidmaatschap en zelfs na "demutualisering", handelend in het belang van hun leden. Inmiddels ontstaan parallelle initiatieven: elektronisch gestuurde verhandelingsystemen, zonder regulerende bevoegdheid, zullen in de toekomst mede het landschap bepalen. De concurrentiedruk zal dan rechtstreeks op de vennootschappen zelf terecht komen, zonder mediatie vanwege de marktorganisator.

**10.** Het toenemende belang van het effectenwezen in het algemeen leidt tot nieuwe inzichten in het wezen van de vennootschap. Deze wordt niet meer gezien als een instituut, waarvan de werkingsregelen "ne varietur" in de wet zijn vastgelegd, als het geval is in het Duitse Aktiengesetz, doch als een soepel georganiseerde bundel van

contractuele verhoudingen, waarin de partijen hun onderscheiden belangen als opdrachtgever ("principal") en agent ("agency") in evenwicht brengen. Hoofdzakelijk in de Verenigde Staten, maar ook in toenemende mate in Europa wordt aandacht aan deze problematiek besteed. Samenvattend kan men de vraag ook aldus voorstellen. Wat is de taak van de vennootschap: moet zij enkel zorgen voor, en zijn de bestuurders enkel rekening en verantwoording verschuldigd aan de aandeelhouders? Of is haar taak ook te zorgen voor een aantal maatschappelijke objectieven, met inbegrip van het welzijn van haar werknemers, en meer algemeen zelfs van het maatschappelijk welzijn? Deze vragen kan men vastknopen aan begrippen zoals "shareholder value" en "medezeggenschap" of "maatschappelijke verantwoordelijkheid" ("social responsibility").

Zoals bekend was de Europese traditie anders dan de Amerikaanse, doch de druk van de financiële markten, en de wereldwijde concurrentie leiden ertoe dat meer en meer aandacht voor de plaats van de aandeelhouder in de vennootschap wordt gevraagd. Dit betekent niet dat de maatschappelijke belangen niet in acht genomen moeten worden. Enkel dat de omschrijving van de in acht te nemen belangen, en de wijze waarop dit moet gebeuren, niet de taak is van de vennootschap, doch van de wetgever, of van externe verhoudingen, met inbegrip van arbeidsverhoudingen, milieuconvenants, enz. .

- de schaalvergroting, die noodzakelijk wordt gemaakt om in de verruimende markten verder nog efficiënt te kunnen concurreren, leidt tot een toenemend aantal fusie en overnames, zowel nationaal, als thans ook internationaal. De overnameproblematiek is uitgegroeid tot een van de centrale drijvende krachten van het vennootschapswezen. De rol van de aandeelhouders, en de toelaatbaarheid van beschermingsconstructies - thans ter discussie gesteld in de toekomstige Dertiende Richtlijn - raken het wezen zelf van de vennootschap: wie beslist over de toekomst van de vennootschap, de controleaandeelhouder, of de markt? De rol van de raad van bestuur en in welke mate hij zelfstandig mag optreden, in tegenspraak met de controleaandeelhouder heeft ook bij ons geleid tot rechtspraak die - in het algemeen - aandeelhouders- en dus als markt vriendelijk kan worden aangeduid.

**11.** Op het nationale regulerende vlak leiden deze ontwikkelingen tot een normatief bestel met meerdere snelheden. Voor de grootste vennootschappen wordt de regulering toenemend beheerst door de marktregelen, inclusief regelen van "soft law", dit wil ook zeggen door het rechtssysteem dat op grond van de marktvoorschriften van toepassing zal zijn. Het nationale recht zal in vele gevallen wijken, of zich vrijwillig moeten aanpassen aan de dwingende noodzaak van de buitenlandse, in feite internationale markt. Weigert de wetgever zich aan te passen, dan kiest men voor stagnatie, of voor delocalisatie.

De middelgrote ondernemingen, zelfs indien zij beursgenoteerd zijn, blijven sterker beheerst door de nationale regelen die op hen van toepassing zijn. Doch ook hier speelt de concurrentie: enerzijds de lokroep van de grote markten, anderzijds de mogelijkheid aan "regulering-shopping" te doen, beperkt de greep die nationale wetgevers behouden.

Tenslotte de kleine vennootschappen, het talrijkste, doch in volume kleinste segment van de vennootschapspopulatie: de concurrentiedruk geldt hier minder, doch kan niet worden veronachtzaamd. In de beloftevolle hoogtechnologische sectoren wordt grensoverschrijdend gedacht, en gekozen voor de meest gunstige vennootschapsordering. Delaware is zelfs voor deze vennootschappen een aantrekkelijke plaats voor incorporatie.



**12.** Een verdere en vierde ontwikkelingsgolf meldt zich thans: het toenemende beroep of telecommunicatietechnieken zal de relaties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, inclusief de financiële markten aanzienlijk beïnvloeden. Stoffiger instellingen zal de algemene vergadering zouden een nieuwe dynamiek kunnen beleven. De communicatie met de markt zal aan nieuwe restricties worden onderworpen: een regeling van “selective disclosure”, zoals door de SEC recent ontwikkeld, zal ook in Europa noodzakelijk worden.

Hier vallen drie denklijnen te ontwikkelen: ICT oefent nu reeds een wezenlijke invloed uit op de financiële informatie. Inzake registerpubliciteit - bij het vennootschapsregister - kent men in enkele Europese landen nu reeds een diepgaande omwenteling, waarbij een elektronisch bestand algemeen toegankelijk wordt gesteld. De stem van de aandeelhouder, vooral van de institutionele belegger zal beter en luider gehoord worden wanneer hij zijn stemrecht en andere verbonden rechten zal kunnen uitoefenen door gebruikmaking van ICT. In meerdere Europese landen wordt in deze materies wetgeving overwogen die het gebruik van deze communicatietechnieken mogelijk zou maken. In een verdere toekomst kunnen deze ontwikkelingen het wezen zelf van de vennootschap wijzigen. Op deze futuristische gedachten kan hier niet verder worden ingegaan.

## **B - Waarheen voert deze vaststellingen, wat zijn de praktische implicaties van deze analyse?**

**13.** Een eerste vrij duidelijke gevolgtrekking heeft betrekking op de toenemend beperkte speelruimte die aan de nationale, zelfs regionale regelgevers wordt overgelaten. Deze speelruimte wordt aangetast, eerst door de harmoniseringsrichtlijnen, later door de invloed van de financiële markten, nu nog versterkt door de fusies van de marktregulatoren. Hiertegenover staat een tendens tot import van normen.

Is dit een verlies? Eigenlijk niet. In de mate dat in alle markten overeenstemming groeit over dezelfde normering zal dit de onderlinge vergelijkbaarheid en de doorzichtigheid bevorderen, en tenslotte de aantrekkelijkheid van de effecten die op die markt worden aangeboden verhogen.

Anderzijds verhindert de concurrentie tussen de regelgevers dat inefficiënte systemen gehandhaafd kunnen blijven. De prijs voor de handhaving van een "outlyer"-regulering wordt immers niet alleen op de getroffen vennootschappen, maar door het gehele bestel gedragen.

**14.** Een tweede bedenking heeft betrekking op de macro-economische rol van de vennootschapswetgeving, hier gezien met inbegrip van de effectenregulering.

Dit geheel van normen is een belangrijke bouwsteen voor de algemene economische welvaart. Het algemeen argument luidt dat men “goede” wetgeving moet hebben om het ontstaan, de vestiging of de groei van ondernemingen mogelijk te maken. Dit argument richt zich vooreerst tot de startende, de kleinere ondernemingen, of tot lokale vestigingen van buitenlandse groepen. Doch er is meer: de economische literatuur heeft aan het licht gebracht dat er belangrijke verschillen bestaan op het stuk van het beschermingsniveau van de minderheidsaandeelhouders tussen de onderscheiden juridische ondernemingen. De Frans geïnspireerde stelsels - waartoe ook

het Belgische wordt gerekend - scoren op dit vlak het zwakst, in vergelijking tot de Angelsaksische of de Duits-Scandinavische. Een minder degelijke bescherming van minderheidsaandeelhouders, en van beleggers in het algemeen leidt onmiskenbaar tot desinteresse van de internationale beleggers voor de betrokken aandelen. Vandaar dat elke rechtsorde er belang bij heeft een evenwichtig pakket van beschermende regelen aan te bieden. Gelet op de bijzondere verhouding tussen beleggers en controleaandeelhouders in de meeste continentaal Europese landen, zal hierbij de materie van de belangenconflicten bijzondere aandacht verdienen. Deze leiden immers tot “private benefits” zo al niet tot “insider dealing”, twee gedragingen die de afkeer van de internationale beleggers tot gevolg hebben. Men kan hier verwijzen naar de aanzienlijke aandacht die in het Nederlandse en Duitse recht wordt geschonken aan het Konzernrecht, eigenlijk ook een materie van belangenconflicten

Deze overweging versterkt de argumentering die leidt tot het invoeren van een vennootschapsregulering met twee, zo al niet met drie snelheden. De vraag rijst hierbij om men niet consequent in deze richting moet doordenken, en veeleer dan het onderscheid tussen N.V. en B.v.b.a. te handhaven, moet denken aan onderscheiden regelen naargelang de vennootschap beroep doet op de kapitaalmarkt, of besloten blijft. In dit laatste geval zullen andere beschermingsregelen kunnen gelden, te meer daar de partijen hier dikwijls beter in staat zullen zijn geweest zelf de passende bescherming te bedingen, het weze in de statuten, of meer frequent in de overeenkomsten tussen aandeelhouders.

**15.** Een land heeft belang bij een “goede vennootschapswetgeving”. Zij moet soepel en eenvoudig zijn. Vandaag de dag is de wetgeving overmatig belast met dwingende regelen: deze hebben niet belet dat België, zoals de overige Latijnse landen, ongunstig werden beoordeeld vanuit het oogpunt van de bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Deze betuttelende houding van de wetgever staat in schril contrast met o.m. de Amerikaanse wetgeving, waar de meeste regelen van vennootschapsrecht van suppletieve aard zijn. Soepelheid is een belangrijke element van concurrentie tussen wetgevers: ten bewijze de voorkeur voor Nederlandse vennootschapsvormen en -technieken, die niet enkel fiscaal is geïnspireerd.

Goede vennootschapswetgeving is bij voorkeur eenvoudig: men kan zich afvragen of de 878 artikelen die ons Wetboek Vennootschappen telt, deze regel nog respecteert, temeer nu de effectenwetgeving er niet in opgenomen is.

Doch ook inhoudelijk moet eenvoud worden nagestreefd: over de methodologie van het vennootschapsrecht valt te discussiëren. Onze regelen worden gekenmerkt door veel formele procedures, veel deskundigen verslagen, waarbij sterk wordt gesteund op de onafhankelijkheid van de deskundigen. Deze is evenwel niet steeds gewaarborgd, wat leidt tot formele handelingen, en de geloofwaardigheid van het systeem ondermijnt. Anderzijds wordt minder gesteund op informatie als alternatief voor formele regulering. Op het stuk van de permanente disclosure valt er ook nog heel wat te verbeteren, onder meer wat de informatie betreft die specifiek door de financiële markten worden verlangd.

Op enkele punten lijkt de wetgever zich te begeven op het pad van de verplichte prijsbepaling van bepaalde verrichtingen: bij afwijking van het voorkeurrecht voor bepaalde aandeelhouders, in geval van verplicht overnamebod, en - gezien de recente toezichtspraktijk - bij het bod van een moedermaatschappij op de minderheidsaandelen van haar dochtervennootschap lijkt de overheid de prijs van de verrichting vast te

willen stellen. Hiermede stelt hij zich in de plaats van de markten. Of dit de taak van de overheid is kan worden betwijfeld: veeleer dienen hij er op te waken dat de markten efficiënt blijven functioneren.

**16.** Een afsluitende bedenking betreft de rol van de harmonisering. Het is onmiskenbaar dat deze het laatste decennium grondig is gewijzigd. Inmiddels stelt men de problemen vast die het resultaat zijn van de vroeger streng gedetailleerde harmoniseringsrichtlijnen. Het duidelijkste voorbeeld is de Tweede richtlijn betreffende de kapitaalbescherming waarin talrijke voorschriften voorkomen die geleid hebben tot praktijken die niet meer verenigbaar zijn met de werking van de vennootschappen, vooral van de beursgenoteerde vennootschappen vandaag de dag. Drie voorbeelden: de inkoop van eigen aandelen, is courante praktijk geworden, de uitgifte van nieuwe aandelen met voorkeurrecht is in vennootschappen met sterk gespreid aandeelhouderschap een voor de aandeelhouders nadelige transactie. Tenslotte verhinderen de regelen betreffende de financiering van de verwerving van aandelen van de vennootschap (bij ons bekend als art. 52 ter) de verwezenlijking van MBO's, nochtans noodzakelijk voor de bloei van de onderneming. Daar deze regelen in de Tweede richtlijn vastgebeiteld staan, is de kans gering dat men tot een opheffing, of versoepeling zal komen.

Deze overweging voert er niet toe dat de harmonisering in Europees verband moet worden opgegeven. Veeleer valt het aan te bevelen de inspanningen toe te spitsen op de typische grensoverschrijdende materies, zoals de grensoverschrijdende zetelverplaatsing, de grensoverschrijdende fusie, de vormen van grensoverschrijdende bi-nationale groepen, en waarom niet, zelfs de Societas Europea, althans in een niet verwaterde vorm. Regelen inzake uitoefening van het stemrecht in grensoverschrijdend verband verdienen hoge prioriteit. Het zijn precies deze materies die rechtstreeks de vrijheid van vestiging raken, zoals bepaald in artikel 44(3)(g) van het Verdrag, dat de rechtsgrond vormt waarop de vennootschapsrichtlijnen traditioneel werden gesteund. De nog niet gefinaliseerde dertiende richtlijn inzake overnamebiedingen is een voorbeeld van de ontsluitende functie waartoe een harmoniseringsrichtlijn kan bijdragen.

## **C - Enkele recente praktische toepassingen**

**17.** De hiervoor geschetste ontwikkelingen zijn niet zonder belang voor de practici van het vennootschapswezen, hier in het bijzonder de auditors en accountants die bij de grotere ondernemingen actief zijn. Het is wel bekend dat deze invloeden na termijn doorsijpelen naar alle ondernemingen, en derhalve het gehele bestel zullen beïnvloeden. Daarom lijkt het nuttig af te sluiten met enkele voorbeelden uit de recente actualiteit.

Zoals hiervoor aangeduid zijn de invloeden van de internationalisering het meest duidelijk zichtbaar in de gebieden van bestuur en financiering van de vennootschappen, en worden aldaar gegroepeerd onder de benaming van corporate governance, corporate finance, en financiële informatie. Rond het jaarrekeningenwezen vragen de accounting regelen en de voorschriften gericht tot de auditors bijzondere aandacht.

**18.** De beweging voor een betere corporate governance is wereldwijd. Ofschoon de vennootschapsstructuren in de wereld sterk uitlopen, wordt overal de behoefte gevoeld de regelen inzake de werking van de bestuursorganen, en de relaties met de

aandeelhouders scherper te definiëren. In de Verenigde Staten werd aan deze problematiek veel aandacht besteed in de jaren zeventig. In Europa werd de trend ingehuldigd door de Engelse Cadbury Rules of Best Practice. Deze hebben wereldwijd een duidelijke stempel gedrukt op de talloze Governance codes die inmiddels het licht hebben gezien, de Belgische inclusief. De behoefte aan regelen van behoorlijk bestuur is geen modeverschijnsel: het beantwoordt aan de sterk toegenomen betekenis van de handel in de aandelen van beursgenoteerde vennootschappen. Hieraan beantwoordt de afkeer van de institutionele beleggers van onduidelijke of onvertrouwde governance structuren. De vrees voor “private benefits” onder meer ten voordele van controleaandeelhouders, het gebrek aan zorg of andere zwakheden van de zijde van de bestuurders verklaart de tendens naar sterkere, meer beperkte bestuurscolleges, die op objectieve wijze, in aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders de algemene beleidslijnen uittekenen. De sanctie van de markten is duidelijk en streng: de in België bekende holding - *décote* is een onmiskenbare maatstaf voor de negatieve houding van de markt voor deze door belangenconflicten overheerste bestuurstructuren.

**19.** Inzake financiële informatie zijn meerdere gevallen bekend van de transnationale effecten van toezichtsacties. Aldus werden enkele Belgische ingezetenen streng gesanctioneerd omdat zij op een chat corner betreffende Amerikaanse aandelen onjuiste, of misleidende informatie hadden medegedeeld. De extraterritoriale toepassing van de Amerikaanse wetgeving is gesteund op de bekende regel dat handelingen die in de VS effect sorteren onder het toezicht komen van de Amerikaanse autoriteiten, zelfs indien zij buiten de landsgrenzen werden gesteld. Meer dramatisch is de weerslag van een onderzoek, onlangs aangekondigd door de Securities and Exchange Commission, ten aanzien van een Belgische vennootschap met notering op Nasdaq, met betrekking tot de correcte boekhoudkundige verwerking van haar handelsverrichtingen. Het effect van de aankondiging op de beurskoers was vernietigend. Dit heeft de bedrijfsleiding aangezet een verklaring te publiceren dat er enerzijds geen gevaar was voor het voortbestaan van de vennootschap, doch anderzijds dat door de sterke koersdaling de vennootschap het voorwerp van een overnamebod kon zijn geworden. In de economische literatuur duidt men dit aan als de “disciplinerende invloed” van de overnamemarkt !

**20.** De recente lotgevallen in de transatlantische strijd rond de boekhoudnormen kan als modelvoorbeeld gelden voor de aan de gang zijnde ontwikkelingen. Toen in 1978 de Vierde Richtlijn werd uitgevaardigd werd dit gezien als een grote stap in het jaarrekeningenwezen in Europa. Deze verwachtingen werden slechts ten dele ingelost. Een eenvormig rekeningwezen werd in Europa niet tot stand gebracht. De richtlijn bleek een te weinig soepel instrument om een spoedig aanpassing aan de snel wijzigende omstandigheden in de internationale financiële markten toe te laten. De roep ontstond dat beter aansluiting wordt gezocht bij de International Accounting Standards, een normenbestel van hoofdzakelijk private aard. Bepaalde grote ondernemingen beslisten toen hun aandelen voor notering op de Amerikaanse markten voor te stellen: de verplichting de boekhouding te voeren volgens Amerikaanse normen (US GAAP) leidde, niet enkel voor het bekend geval van Daimler, doch voorheen ook voor BP, tot wezenlijke verliezen. Voor het Europese rekeningenwezen wat dit een echte schokgolf: wie had kunnen denken dat grote Duitse ondernemingen, waarvan vermoed werd dat zij hun kracht ontleenden aan omvangrijke stille reserves, in feite verlieslaten waren? De bereidheid van de Amerikaanse overheden om in de financiële staten van niet-Amerikaanse vennootschappen IAS als basis te aanvaarden, werd er ernstig door

bedreigd. Na lange en moeizame onderhandelingen werd een akkoord bereikt, dat er op steunt dat een nieuw toezichtscomité bij de IASC wordt aangesteld. Dit comité draagt het vertrouwen weg van de SEC: het zal voortaan de verenigbaarheid van de IAS normen met de Amerikaanse standaarden bewaken.

**21.** Inzake auditing kunnen analoge ontwikkelingen worden aangehaald. Een van de wezenlijke eigenschappen van een voor de financiële markten en hun toezichtsautoriteiten aanvaardbare auditor betreft diens onafhankelijkheid. Deze onafhankelijkheidsverplichting staat uitdrukkelijk vermeld onder meer in de Belgische wetgeving. De uitzwerping van de auditkantoren in al dan niet strikt verwante beroepsactiviteiten is van aard deze onafhankelijkheid in het gedrang te brengen. Vandaar de toezichtsautoriteit - hier opnieuw de SEC - beslist heeft dat de kantoren die de audit op de financiële staten van een aan haar toezicht onderworpen onderneming uitvoeren, geen andere diensten ten behoeve van diezelfde onderneming mag verstrekken. Het is wel bekend dat dit voorschrift ertoe heeft geleid dat enkele wereldwijd actieve auditkantoren zich hebben gesplitst zodat hun auditactiviteiten voortaan in een op zichzelf staande eenheid kunnen worden uitgeoefend. De Belgische regering heeft in september van dit jaar een ontwerp aan het Parlement voorgelegd waarin een bepaling met een gelijkaardige strekking voorkomt. Zelfs zonder een dergelijke bepaling zouden de Amerikaanse verplichtingen zich vermoedelijk in België hebben laten voelen, althans wat de in België gevestigde Amerikaanse multinationale ondernemingen betreft.

Vele doch niet alle voormelde ontwikkelingen zijn sterk doordrongen van Amerikaanse begrippen en opvattingen. Dit hoeft niet te verwonderen: de regels van de sterkste markt bepalen de spelregels in de andere markten.

Wat er ook van zij, men staat hier voor een onontwijkbare evolutie naar meer professionaliteit, meer betrouwbaarheid, objectiviteit en doorzichtigheid in het vennootschapswezen.