

# Financial Law Institute

Working Paper Series

**WP 2014-03**



**Hans De Wulf en Xavier Dieux**

**Publieke versus besloten vennootschappen:  
de noodzaak aan rationalisatie  
en vereenvoudiging van de regulering**

**April 2014**

**WP 2014-03**

**Hans De Wulf en Xavier Dieux**

**Publieke versus besloten vennootschappen:  
de noodzaak aan rationalisatie  
en vereenvoudiging van de regulering**



## **Publieke versus besloten vennootschappen: de noodzaak aan rationalisatie en vereenvoudiging van de regulering.**

Hans De Wulf (UGent) en Xavier Dieux (ULB),  
Professor Universiteit Gent, Professor Vrije Universiteit Brussel  
e-mail: hans.dewulf@ugent.be

### **Introductie**

#### **1. Ratio voor afwijkende regelingen inzake publieke vennootschap**

Het lijkt duidelijk dat publieke vennootschappen, dat wil zeggen die vennootschappen die via de kapitaalmarkten daadwerkelijk een ruim investeerderspubliek aanspreken, anders gereguleerd moeten worden dan juridisch of de facto besloten vennootschappen. Met juridisch besloten vennootschappen bedoelen we in wezen de BVBA, die naar huidig recht geen beroep op “het spaarwezen” mag doen<sup>1</sup>. In de N.V. zijn de aandelen in beginsel vrij overdraagbaar, en dezelfde regel kan via statutaire bedingen in alle vennootschapsvormen met uitzondering van de BVBA ingevoerd worden, maar niettemin zijn vele NV's en bijna alle vennootschappen die niet de NV-vorm hebben aangenomen (inclusief de meeste coöperatieve vennootschappen) feitelijk besloten, in die zin dat zij slechts een handvol aandeelhouders hebben en er wettelijke en/of statutaire mechanismen uitgewerkt zijn om de vrije overdraagbaarheid van aandelen te beperken.

De wetgever heeft de publieke vennootschappen inderdaad afwijkend geregeld, wat aanleiding heeft gegeven tot een vennootschapsrecht met twee snelheden<sup>2</sup>.

De twee voornaamste redenen om vennootschappen die op de kapitaalmarkten beroep doen aan bijkomende of afwijkende rechtsregels te onderwerpen in vergelijking met besloten vennootschappen, kunnen samengevat worden onder de hoofdingen “informatie” en “governance”: er is nood aan bijkomende informatie voor de (investeerders op de) financiële markten, en aan een wettelijke bescherming van de belangen van investeerders tegenover het management van de vennootschap, en van minderheidsinvesteerders tegen meerderheidsinvesteerders. Met name Xavier Dieux heeft geargumenteed dat in elke N.V., ook in de niet-genoteerde of niet-publieke, er een identieke behoefte aan bescherming van aandeelhouders bestaat, zodat de verschillende behandeling van publieke en niet-publieke NV's niet gerechtvaardigd zou zijn<sup>3</sup>. Maar ook hij erkent dat de hoge vlucht die de financiële markten sinds de jaren 1990 genomen hebben, in de praktijk tot druk hebben geleid om de

---

<sup>1</sup> Art. 210 lid 2 W. Venn.

<sup>2</sup>Zie E. Wymeersch, “Inleiding –algemene begrippen –kapitaalvorming” in *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991*, H. Braeckmans en E. Wymeersch (eds), Antwerpen, Maklu, 1992, 10, nr. 13 e.v.

<sup>3</sup> X. Dieux, “De la société anonyme comme ‘modèle’ et de la société cotée comme ‘prototype’” in *Liber amicrum Lucien Simont*, Brussel, Bruylant, 2002, 619, nrs 12 e.v., eveneens opgenomen in X. Dieux (ed.) *Legal Tracks I. Essays on Contemporary Corporate and Finance Law*, Brussel, Bruylant, 2003, 708 e.v.

beide types gedeeltelijk anders te reguleren. Zijn kritiek betreft vooral het ook in deze tekst bekritiseerde onderscheid tussen publieke (in de zin van art. 438 W. venn.) en genoteerde (art. 4 W. venn.) vennootschap, en hij erkent dat het nuttig kan zijn voor genoteerde vennootschappen specifieke regels uit te vaardigen die niet gelden voor niet-genoteerde NV's-met name om de liquiditeit van het aandeel door volledige informatieverstrekking te helpen bewerkstelligen.

Bijkomende informatie is noodzakelijk voor de goede werking van de markt en met name voor de prijsvorming en aankoop-en verkoopbeslissingen. Dergelijke informatie is niet alleen vereist voor aandeelhouders maar ook voor houders van schuldeffecten zoals obligaties, voor houders van converteerbare instrumenten en derivaten.

Afwijkende of meer uitgewerkte governance-regelingen zijn bij publieke vennootschappen nodig wegens de grotere afstand tussen investeerders enerzijds en bestuur en management anderzijds. Ook de afstand ook tussen kleinaandeelhouders, die zichzelf niet kunnen coördineren, en grootaandeelhouders is grotere dan in besloten vennootschappen. Die afstand en het coördinatieprobleem dat ontstaat wanneer men met grote aantallen vaak anonieme investeerders te maken heeft, zorgen ervoor dat contractuele oplossingen, zoals men die ziet bij besloten vennootschappen (aandeelhoudersovereenkomsten), joint ventures maar ook private equity-transacties, veel minder gemakkelijk te realiseren zijn. De verschillende bij de vennootschap betrokken stakeholders kunnen veel minder dan bij besloten vennootschappen het geval is aan contractuele zelfbescherming doen, omdat het eenvoudigweg niet realistisch is dat zij met hun “tegenpartij” zouden onderhandelen.

In ons huidige positieve recht zijn de wetsbepalingen die het informatie-en governance-probleem aanpakken, verspreid over enerzijds het Wetboek van vennootschappen en anderzijds een aantal bijzondere wetten en hun uitvoeringsbesluiten die men kan samen vatten onder de hoofding “kapitaalmarktrecht” (prospectusreglementering, doorlopende verplichtingen van emittenten, marktmisbruikreglementering en transparantiereglementering). Een bijzonder plaats wordt ingenomen door de reglementering van openbare overnamebiedingen en van de squeeze-out. Bij deze laatste gebeurtenissen komt de behoefte aan aanvullende regels over informatieverstrekking en governance samen: het bod speelt zich af op de kapitaalmarkten en heeft doorgaans een verregaande invloed op de governance-structuur van de vennootschap. De squeeze-out laat toe de overgang te maken van publieke naar besloten vennootschap. In de regelgeving rond herstructureringen (boek XI W. Venn: fusies, splitsingen, inbreng algemeenheid en bedrijfstak) wordt nauwelijks onderscheid gemaakt tussen publieke en besloten vennootschappen.

## **2. Grote en kleine vennootschappen: een relevant onderscheid?**

Naast de dichotomie publieke-besloten vennootschap kent ons vennootschapsrecht nog een andere tweedeling: het onderscheid tussen grote en kleine vennootschappen. Dit is een van oorsprong boekhoudkundig onderscheid (art. 15 W. venn.), dat ook vandaag nog vooral op boekhoudkundig vlak een rol speelt. Tijdens onze werkzaamheden is evenwel voorgesteld<sup>4</sup> om de NV-vorm aan grote vennootschappen voor te behouden en tegelijk grote vennootschappen te dwingen de NV-vorm aan te nemen, minstens de BVBA-vorm voor hen uit te sluiten. Dit zou met zich mee brengen dat grote vennootschappen automatisch aan een ander governance-regime onderworpen worden dan kleinere, al was het maar op gebied van

---

<sup>4</sup> Zie de bijdrage van O. Caprasse en M. Wyckaert aan dit boek.

bestuur (dwingend een collegiale raad). En inderdaad rijst meer algemeen de vraag of de omvang van de vennootschap, naast het onderscheid tussen publieke en niet-publieke vennootschap, geen criterium moet zijn voor de mate waarin men bepaalde governance-structuren dwingend oplegt. Grotere vennootschappen kunnen een zekere “systeemrelevantie” hebben – maar tenzij men daarmee politieke relevantie bedoelt<sup>5</sup> zal hier eerder dan de grootte de netwerkverbondenheid bepalend zijn- en vooral verdient de vraag aandacht of een niet-publieke vennootschap die veel werknemers of veel/belangrijke schuldeisers heeft, afwijkend moet gereguleerd worden tegenover een kleinere vennootschap. Men denke bv. aan Interbrew voor de beursgang: dit was toen reeds een heel grote vennootschap, maar niet genoteerd.

Indien men grote vennootschappen inderdaad dwingt de NV-vorm aan te nemen, volstaat dit wellicht om de eventuele behoefte aan een afwijkend governance-regime tegemoet te komen. De behoefte aan schuldeisersbescherming wordt opgevangen precies door de reeds vermelde bijkomende verplichtingen op gebied van (geconsolideerde) jaarrekening. Indien grote aantallen werknemers tot een apart juridisch regime moeten leiden, lijkt het het best dit via het (collectieve) arbeidsrecht te realiseren zolang men geen werknemersvertegenwoordiging binnen het bestuur (werknemersmedezeggenschap naar het model van de Mitbestimmung) of stemrecht voor werknemers op de algemene vergadering wil invoeren. In België heeft nooit enige vraag naar beide laatstgenoemde oplossingen bestaan<sup>6</sup>.

Met andere woorden: in het vennootschapsrecht in enge zin, voor andere dan boekhoudkundige verplichtingen, lijkt het onderscheid groot-klein ons niet relevant voor de regelgeving; en via de voor de toekomst bepleite gelijkschakeling tussen grote vennootschap en NV, is meteen verzekerd dat er geen kleine vennootschappen vennootschapsrechtelijk publiek kunnen zijn, aangezien in onze voorstellen alle publieke vennootschappen NV's zouden moeten zijn. Er zullen wel grote NV's kunnen bestaan die niet publiek zijn, maar zoals gezegd rechtvaardigt dat geen apart vennootschapsrecht.

Verder in de tekst zullen we er op wijzen dat de wetgever sinds enkele jaren ook het concept “grote genoteerde vennootschap” hanteert, en dat dit ons wel een nuttig concept lijkt. Maar de criteria om een vennootschap als “grote genoteerde” te beschouwen zijn niet die uit art. 15 W. Venn.: de drempels liggen een stuk hoger.

### **3. Het huidige positieve recht: een verwarrend kluwen**

---

<sup>5</sup> Cf. General Motors toen in de V.S. na het faillissement van Lehmann Brothers moest beslist worden of men de grote autoconstructeurs met overheidsgeld zou redden. President Obama koos voor die oplossing.

<sup>6</sup> Voor stimulerende bedenkingen over waarom aandeelhouders in het vennootschapsrecht traditioneel bevoordeeld worden tegenover schuldeisers en werknemers bij het toebedelen van medebeslissingsrechten binnen de vennootschap (met kritische vragen bij deze traditionele praktijk), zie B. Black, “Corporate Law and Residual Claimants (Partial Draft)”, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 217, mei 2001, beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1528437>. U heeft er misschien nog niet bij stilgestaan, maar het is misschien wel mogelijk maar niet zo gemakkelijk om een rationele (a-historische) verklaring te vinden voor het feit dat bv. obligatiehouders geen stemrecht hebben op de algemene vergadering samen met de aandeelhouders. “Omdat ze schuldeisers zijn en met name geen inbreng gedaan hebben” is zonder verdere uitleg in elk geval geen bevredigende verklaring.

a. Kernbegrippen: openbaar aanbod, genoteerde vennootschap, publiek beroep op het spaarwezen

Positiefrechtelijk worden vandaag vooral drie kernbegrippen gehanteerd die voor onze problematiek relevant zijn<sup>7</sup>:

het openbaar aanbod van effecten, inclusief door notering (Prospectuswet 16 juni 2006<sup>8</sup>): al wie dat wil doen, moet in beginsel een prospectus opstellen dat hij voorafgaand laat goedkeuren door de FSMA

genoteerde vennootschap (art. 4 W. venn.): vennootschap waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt<sup>9</sup>

vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of gedaan heeft (art. 438 W. venn. ): de NV (of Comm VA; maar niet de CV) die een openbaar aanbod<sup>10</sup> van effecten heeft gedaan of een notering op een gereguleerde markt in de zin van art. 4 W. venn. heeft verworven.

Ad 1: Gezien de Europese oorsprong van de prospectusreglementering, die zich volledig buiten het W. Venn. situeert, kan België haar niet eenzijdig wijzigen. Overigens en meer fundamenteel is het ook wenselijk dat in beginsel elke openbare aanbieding aan de prospectusreglementering onderworpen wordt: ook andere entiteiten dan vennootschappen kunnen publiek effecten aanbieden (bv. VZW's) en het is wenselijk dat die mogelijkheid behouden blijft. Er kan ook moeilijk betwist worden dat ook het aanbieden van andere effecten dan aandelen, bv. schuldtitels, aan uitgiftereglementering onderworpen moet worden:

---

<sup>7</sup> Er bestaat voor zover ons bekend geen volledig actueel overzicht van het statuut van de publieke vennootschap in de Belgische literatuur. Voor inmiddels gedeeltelijk verouderde, maar nog nuttige overzichtsteksten uit de afgelopen tien jaar, zie, naast de recente handboeken vennootschapsrecht: D. NAPOLITANO, *De Publieke vennootschap*, Brussel, Larcier, 2003, 307 p.; J. VAN LANCKER, *Listed in Belgium 2004. A Legal Guide for Euronext Companies*, Antwerpen, Intersentia, 2004, 238 p.; L. DU CASTILLON, G. JAKHIAN, « Le régime des sociétés anonymes faisant ou ayant fait appel public à l'épargne » in X., *Traité pratique de droit commercial. Tome 5. Droit bancaire et financier*, Kluwer, 2004, 55-241; I. LOPEZ MARTINEZ, J. SNOY, « Sociétés cotées sur Euronext Brussels, Alternext et le Marché Libre: obligations légales et réglementaires d'information - Ressemblances et dissemblances », *Cah.jur.* 2009, afl. 2, 37-47.

<sup>8</sup> Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *B.S.* 21 juni 2006 zoals herhaaldelijk gewijzigd. Zie vooral art. 3 van die Prospectuswet voor de omschrijving van het concept "openbare aanbieding". De wet van 17 juli 2013, *B.S.* 6 augustus 2013, wijzigt op diverse punten de Prospectuswet, waardoor een verrichting (onder meer) niet langer openbaar is wanneer zij gericht is tot minder dan 150 personen (per lidstaat van de Europese Economische Ruimte) die geen gekwalificeerde belegger zijn.

<sup>9</sup> In de zin van art. 2, 3° van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *B.S.* 4 september 2002. "Euronext Brussels" en de derivatenmarkt van Euronext Brussels zijn momenteel de enige Belgische gereguleerde markten. Een lijst vindt men op de website van de FSMA.

<sup>10</sup> Te begrijpen in de zin van art. 3 van de Prospectuswet voor aanbiedingen in België, zie art. 202 K.B. W. Venn. Zie ook art. 203 van hetzelfde K.B.

de nood aan bescherming van investeerders door hen toegang te geven tot informatie is even groot of het nu om leveranciers van eigen vermogen dan wel van vreemd vermogen gaat.

Ad 2 en 3: Onder 2 en 3 werkt men een apart statuut voor vennootschappen uit: er worden afwijkende vennootschapsregels –bv. een andere procedure inzake belangenconflicten van bestuurders- van toepassing en daarnaast ook kapitaalmarktregels die niet in het W. Venn. neergeschreven zijn.

Een genoteerde vennootschap kan in beginsel om het even welke vennootschapsvorm zijn, met uitzondering van de BVBA (omdat voor die laatste bepaald is dat zij geen publiek beroep op het spaarwezen mag doen). Het statuut van vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet kan daarentegen alleen door een NV (of CommVA) verworven worden. Overigens speelt het concept publieke vennootschap in de zin van art. 438 W. Venn. in de huidige regelgeving nagenoeg uitsluitend een rol binnen het W. Venn: de kapitaalmarktregulering buiten het W. Venn. hanteert het begrip niet meer.

In werkelijkheid zijn nagenoeg alle publieke vennootschappen<sup>11</sup> genoteerde NV's, maar het is mogelijk dat andere vennootschappen dan N.V's een notering aanvragen of publiek effecten uitgeven– in dat geval wordt de vennootschap geen vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan in de zin van art. 438 W. Venn. aangezien dit statuut, met bijhorend afwijkend vennootschapsrecht, voorbehouden is aan NVs. Het is ook mogelijk dat een vennootschap zonder een notering aan te vragen al dan niet éénmalig openbaar (in de zin van de Prospectuswetgeving) effecten uitgeeft. Dergelijke verrichting zal dan in de regel prospectusplichtig zijn. Is de emittent in dergelijk geval daarenboven een NV, dan zal hij publieke vennootschap in de zin van art. 438 W. Venn. worden, ook wanneer de uitgegeven effecten geen aandelen maar bv. gewone obligaties waren. Wanneer het in zulk geval –geen notering, wel een openbare uitgifte- niet om een NV gaat, wordt geen afwijkend vennootschapsrecht (regels uit het W. Venn.) van toepassing.

In het Wetboek van vennootschappen worden bepaalde voorschriften dus op publieke vennootschappen (art. 438 W. Venn.) van toepassing gemaakt, andere op genoteerde vennootschappen (zie annex). Enige logica is daarbij niet te onderkennen. Vooral het historisch toeval lijkt te spelen: oorspronkelijk werd vooral het concept publieke vennootschap gebruikt (ook al is het pas in 1995 in de vennootschapswetgeving gedefinieerd), sinds de invoering van het W. Venn. hanteert men vooral het concept genoteerde vennootschap.

b. Sinds de Corporate Governance Wet en de Wet Aandeelhoudersrechten dominant: vennootschap waarvan de aandelen genoteerd zijn

De wetgeving is evenwel nog verfijnder. Met name de bepalingen ingevoerd door de zogenaamde Corporate Governance Wet<sup>12</sup>–de wet inzake remuneratie van bedrijfsleiders- en

---

<sup>11</sup> Wanneer in het vervolg van de tekst over “publieke vennootschap” gesproken wordt, wordt daarmee de vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of gedaan heeft in de zin van art. 438 W. Venn. bedoeld, tenzij anders aangegeven.

<sup>12</sup> De wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, B.S. 23 april 2010



deze die het gevolg zijn van de Wet Aandeelhoudersrechten<sup>13</sup>, gelden bijna uitsluitend voor vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn. Hetzelfde geldt voor art. 524 W. Venn. Dit artikel regelt belangenconflicten tussen verbonden vennootschappen, voornamelijk via het opleggen van een op onafhankelijke besluitvorming gerichte procedure voor de raad van bestuur van genoteerde NV's. Daar waar dit artikel oorspronkelijk voor alle genoteerde NV's gold, is het sinds de Wet Aandeelhoudersrechten alleen nog van toepassing op NV's waarvan de aandelen genoteerd zijn. Voor het overige is er nog de regel uit art. 143 W. Venn, die bepaalt dat het ontwerp van jaarrekening bij vennootschappen waarvan de aandelen noteren 45 en niet slechts 30 dagen voor de jaarlijkse algemene vergadering aan de commissaris moet meegedeeld worden. Het is binnen het huidige systeem moeilijk te verklaren waarom die regel niet geldt voor alle genoteerde vennootschappen. Ook art. 514 W. Venn. is in essentie beperkt tot de vennootschappen waarvan de aandelen of certificaten genoteerd zijn. Dit artikel is in essentie een doorverwijzingsbepaling, die men niet kan begrijpen of toepassen zonder de Transparantiewet<sup>14</sup> van 2007 en haar uitvoeringsbepalingen erbij te halen. Behalve om het bestuur dat de bepaling miskent aansprakelijk te kunnen houden wegens schending van de vennootschapswetgeving (art. 528 W. Venn.) heeft de opname van deze bepaling in het Wetboek geen zin en zou zij daarom beter in de aparte transparantiewetgeving, onderdeel van het kapitaalmarktrecht, gebleven zijn. Een laatste voorbeeld is art. 598 W. Venn., betreffende de beperking van het voorkeurrecht ten voordele van een bepaalde persoon. In dergelijk geval geldt onder meer dat de vennootschap niet vrij is de uitgifteprijs van de bij de kapitaalverhoging uit te geven aandelen te bepalen, maar dat deze aan een "juiste prijs", dat wil zeggen aan minstens hun intrinsieke waarde moeten aangeboden worden. Sinds inwerkingtreding van de Wet Aandeelhoudersrechten bepaalt art. 598 dat die prijs in vennootschappen waarvan de aandelen noteren op een gereguleerde markt –en niet meer zoals voorheen bij andere genoteerde vennootschappen– de aandelen moeten aangeboden worden aan het gewogen gemiddelde van de beurskoers over de dertig dagen voorafgaand aan de uitgifte.

Die recente focus op vennootschappen waarvan de aandelen noteren vinden wij een gelukkige evolutie. In het algemeen is alleen afwijkend vennootschapsrecht nodig voor vennootschappen waarvan de aandelen of in aandelen omzetbare effecten zoals certificaten, converteerbare obligaties en warrants genoteerd zijn. De notering van schuldeffecten alleen geeft geen aanleiding tot specifieke governance-problemen en dus in de regel niet tot een afwijkend vennootschapsrecht.

Vandaar dat wij er voor pleiten om "genoteerde vennootschap" in art. 4 W. Venn. in de toekomst niet meer te definiëren als de vennootschap waarvan de effecten tot de verhandeling op een gereguleerde markt zijn toegelaten, maar als vennootschappen waarvan de aandelen op een gereguleerde markt zijn toegelaten, of effecten die recht geven op de verwerving van aandelen. Men zou kunnen denken dat bij de wetgever sinds een aantal jaren dezelfde overtuiging leeft, gezien het zopas vermelde toepassingsgebied van de Wet Aandeelhoudersrechten en de Wet Corporate Governance. Als dit al zo zou zijn, heeft de wetgever zijn nieuwe logica in elk geval niet consequent volgehouden, want de regels uit de

---

<sup>13</sup> Wet van 20 december 2010 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders van genoteerde vennootschappen, *B.S.* 18 april 2011 (in werking sinds 1 januari 2012).

<sup>14</sup> Wet op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen, *B.S.* 12 juni 2007.



Wet Genderquota<sup>15</sup> zijn van toepassing op alle genoteerde vennootschappen, ook op die waarvan alleen andere effecten dan aandelen genoteerd zouden zijn.

c. Grote genoteerde vennootschappen/waarvan de aandelen genoteerd zijn

Wat daar ook van zij, in de huidige stand van het recht zijn er bovendien een beperkt aantal bepalingen die alleen gelden voor grote vennootschappen waarvan de effecten dan wel aandelen genoteerd zijn op een gereguleerde markt. Art. 526bis legt aan alle genoteerde vennootschappen –dus ook zij waarvan alleen schuldeffecten en geen aandelen genoteerd zouden zijn- de inrichting van een auditcomité op. Maar genoteerde vennootschappen die klein zijn volgens de in dit artikel opgenomen criteria (die niet dezelfde zijn als in art. 15 W. Venn.; de drempels liggen een stuk hoger) mogen de voltallige raad van bestuur als auditcomité beschouwen en hoeven dus geen comité binnen de raad te organiseren. Art. 526quater legt een remuneratiecomité op aan vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn, en bevat in zijn § 4 een gelijkaardige uitzondering voor kleine genoteerde vennootschappen als wat de auditcomités betreft. Het verschil tussen art. 526bis en art. 526quater lijkt ons onmogelijk te rechtvaardigen: ook de verplichting tot oprichting van een auditcomité zou beperkt moeten blijven tot vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn. Maar dat de kleinere vennootschappen de taken van deze comités aan hun voltallige raad kunnen opdragen, is dan weer wel een goed verdedigbare beleidsoptie geweest. Alleen was het nog logischer geweest hier niet de omvang van de vennootschap, maar die van de raad van bestuur als uitgangspunt te nemen, en te bepalen dat raden bestaande uit niet meer dan bv. 3 of 5 leden de taken opgedragen aan verplichte comités, door de voltallige raad kunnen laten uitoefenen.

Men kan daarnaast ook argumenteren dat er een beperkt aantal regels is dat nu voor genoteerde vennootschappen geldt, en waarvan opportuun is dat zij blijven gelden voor vennootschappen van zodra een categorie van hun effecten, al zijn het geen aandelen, genoteerd zijn. Daarbij valt bv. te denken aan de regel dat het ontwerp van jaarrekening bij grote genoteerde vennootschappen 45 dagen, en niet slechts 30 dagen voorafgaand aan de algemene vergadering moet meegedeeld worden aan de commissaris. De noodzaak om de commissaris meer onderzoekstijd te geven, hangt evenwel meer samen met de omvang en complexiteit van de vennootschap dan met de vraag of en welke van haar effecten genoteerd zijn. Zelfs de vraag of de vennootschap genoteerd is zou voor deze specifieke regel irrelevant moeten zijn, aangezien beursnotering een zeer onvolkomen indicator van complexiteit en omvang is. Het is daarom meer aangewezen bepaalde informatieplichten op te leggen aan “heel grote vennootschappen”, afgebakend volgens een eigen criterium –zoals de artikelen 526bis en quater trouwens (zoals gezegd) doen met de enkele bepalingen die gelden voor grote genoteerde vennootschappen: het omvangcriterium is specifiek voor deze vennootschappen gedefinieerd en niet hetzelfde als dat uit art. 15 W. Venn.

Naast de basisconcepten publieke en genoteerde vennootschap, met de verdere verfijning van grote genoteerde vennootschap of vennootschap waarvan de aandelen genoteerd zijn, zijn er in het Wetboek van vennootschappen ook een aantal bepalingen te vinden waarvan het toepassingsgebied illustreert dat het wellicht nooit mogelijk zal zijn het toepassingsgebied van alle bepalingen uit het wetboek cartesiaans aan de hand van enkele eenvoudige coördinaten te bepalen. Dit komt door de interferentie vanwege en de noden van het kapitaalmarktrecht-interferentie die door de opstellers van het W. Venn. soms onnodig uitgelokt werd door

---

<sup>15</sup> Genderquotawet van 28 juli 2011, B.S.14 september 2011.

verwijzingen in het Wetboek op te nemen naar materies die voornamelijk buiten het Wetboek geregeld worden, blijkbaar uit pedagogische overwegingen. Maar soms is dit inderdaad onvermijdelijk. Een voorbeeld is art. 620 § 2 W. Venn., inzake inkoop van eigen aandelen, dat een kennisgevingsplicht tegenover de FSMA oplegt aan “de genoteerde vennootschappen en vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een MTF zoals bedoeld in artikel 2, 4°, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, voor zover deze werkt met minstens één dagelijkse verhandeling en met een centraal orderboek”.

#### d. Tussenbesluit

Kort gezegd wordt in dit rapport voorgesteld om het concept “vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet” af te schaffen en alleen het concept genoteerde vennootschap over te houden. Tegelijk zouden in het W. venn. alleen afwijkende governance-regelen voorzien worden voor genoteerde vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn op een gereguleerde markt<sup>16</sup>. Informatieverstrekkingsplichten, die wel relevant zijn van zodra er effecten, dus desnoods alleen maar schuldtitels, genoteerd zijn, kunnen dan voor zover ze geen betrekking hebben op jaarrekening en jaarverslag, buiten het W. venn. geregeld worden (wat grotendeels al het geval is).

Ook al stellen we de afschaffing ervan voor, toch erkennen we dat er wel een zekere logica achter het concept “vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet” zit, aangezien er ook niet-genoteerde vennootschappen zijn met een ruim verspreid aandeelhouderschap, en het logisch is deze vennootschappen aan een afwijkende governance-regeling te onderwerpen. Maar onder het huidige art. 438 W. venn. kan men ook publieke vennootschap worden door enkel schuldtitels zoals obligaties onder het publiek te verspreiden, terwijl dit geen bijkomende governance-regeling rechtvaardigt. Bovendien is in de rechtsleer en bij de toezichthouder vandaag onbetwist dat een NV enkel het statuut van publiek NV kan krijgen wanneer de effecten door toedoen van de vennootschap onder het publiek verspreid zijn, en bv. niet door opeenvolgende erfenissen<sup>17</sup>. Die aanpak is verdedigbaar vanuit de bekommernis te vermijden dat vennootschappen als het ware tot hun verrassing op onvoorspelbare wijze als publieke vennootschap worden gecatalogeerd, maar is opnieuw niet logisch vanuit governance-oogpunt: de nood aan afwijkende regelen wordt bepaald door de afstand tussen management en aandeelhouders, niet door de vraag hoe die afstand ontstaan is. Helemaal inconsistent is de regel dat alleen NV's en CommVA's het statuut kunnen verwerven. Wij menen dat de publieke NV als aparte categorie bovendien mag afgeschaft worden omdat er in werkelijkheid slechts een beperkt aantal NV's zijn die niet genoteerd zijn en toch een publiek beroep hebben gedaan.

---

<sup>16</sup> Een mogelijk discussiepunt is of ook de MTFs (Multilateral Trading Facilities), althans deze waarop minstens één dagelijkse verhandeling georganiseerd wordt, meegenomen moeten worden. Over de regels voor deze MTFs zoals (in België) Alternext en de Vrije Markt, zie H. SEELDRAYERS, “Aanvullende regels voor MTFs voortaan grotendeels gebundeld”, *Bank Fin.R.* 2008, 325-329. Zie het Koninklijk besluit van 21 augustus 2008 houdende nadere regels voor bepaalde multilaterale handelsfaciliteiten. Voor een lijst van in België erkende MTF's, zie

<http://www.fsma.be/nl/Supervision/fm/ma/moma.aspx>.

<sup>17</sup> Zie bv. V. De schrijver, “De vennootschap die een openbaar beroep doet of heeft gedaan op het spaarwezen” in *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, H. Braeckmans en E. Wymeersch (eds.), Antwerpen, Maklu, 1996, (71), 85 met verdere verwijzingen.

#### 4. Afbakening van het toepassingsgebied van de kapitaalmarktregulering

Vooraleer we ons vereenvoudigingsvoorstel verder uitwerken en motiveren, leek het nuttig een zeer ruw overzicht te geven van het toepassingsgebied van de belangrijkste kapitaalmarktregulering (waarbij noodzakelijkerwijze talloze uitzonderingen en aanvullingen niet vermeld worden), om zo na te gaan tot welke soorten vennootschappen deze regulering zich in essentie richt en of zij alleen aandelen (met of zonder stemrecht) dan wel ook schuldtitels viseert.

##### a. Overzicht

De Prospectuswet van 16 juni 2006<sup>18</sup> hanteert het openbaar aanbieden (art. 3) of toelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt van beleggingsinstrumenten (art. 4), met als voornaamste categorie de “effecten” (art. 5), als voornaamste criterium om haar toepassingsgebied af te bakenen.

De bepalingen over Marktmisbruik uit de Wet van 2 augustus 2002<sup>19</sup> leggen verplichtingen op aan emittenten van financiële instrumenten (waaronder effecten) toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt of MTF en verbieden bepaalde transacties in financiële instrumenten die toegelaten zijn tot de verhandeling op een gereguleerde markt of andere markt of alternatief verhandelingsstelsel (indien het geen Belgische markt is moet de geïndiceerde handeling in België zijn gesteld).

De Transparantiewet van 2 mei 2007<sup>20</sup> definieert “emittent” in essentie als een rechtspersoon waarvan de aandelen (of certificaten) zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. De transparantieplichtingen van deze emittenten zijn verder uitgewerkt in het K.B. van 14 november 2007. Minstens even belangrijk zijn evenwel de verplichtingen van houders van belangrijke deelnemingen in dergelijke emittenten, zoals uitgewerkt in het K.B. van 14 februari 2008<sup>21</sup>. Deze verplichtingen treden op bij transacties in “stemrechtverlenende effecten” van emittenten en tot op zekere hoogte ook bij transacties met bepaalde effecten die recht geven op de verwerving van stemrechtverlenende effecten of transacties die rechtstreeks op stemrechten of de mogelijkheid stemrechten uit te oefenen slaan (zie artt. 6 en 7 Transparantiewet). Het concept “effect” is veel ruimer dan “aandeel” (zie de definitie in art. 3 KB 14 februari 2008), maar de facto zijn alleen potentieel stemrechtverlenende effecten geïndiceerd. De Transparantieregelingen zijn er dan ook primair op gericht de machtsverhoudingen in genoteerde vennootschappen bloot te leggen.

---

<sup>18</sup> Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 21 juni 2006, 31352.

<sup>19</sup> Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39121.

<sup>20</sup> Wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen, *BS* 12 juni 2007, 31588.

<sup>21</sup> Koninklijk Besluit van 14 februari 2008 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen, *BS* 4 maart 2008, 13036.

Het K.B. inzake periodiek en doorlopende informatie van 14 november 2007 dient hier ook vermeld te worden<sup>22</sup>. Vennootschappen die gevat worden door dit K.B. dienen niet alleen een jaarrekening bekend te maken, maar ook periodieke (bv. zesmaandelijke) informatie en “ad hoc” informatie telkens zich een gebeurtenis voordoet die een aanzienlijke invloed op de beurskoers zou kunnen hebben. Lectuur van het K.B. leert dat het belangrijke implicaties heeft voor de werking van de algemene vergadering van de geïssueerde vennootschappen, met name op de manier waarop allerlei informatie aan de vergadering ter beschikking moet gesteld worden. Dit K.B. “betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt” heeft een vrij ingewikkeld toepassingsgebied, maar de essentie ervan wordt toch wel aangegeven door de titel ervan, waarbij “gereguleerde markt” niet alleen Belgische maar ook buitenlandse gereguleerde markten betreft, maar het leeuwendeel van de voorschriften (nl. Hoofdstuk I van het K.B) alleen betrekking heeft op emittenten (dwz privaaf- of publiekrechtelijke rechtspersonen) in de zin van art. 10 § 3 van de wet van 2 augustus 2002, dat wil zeggen emittenten van aandelen of schuldinstrumenten met statutaire zetel in België of die België als lidstaat van herkomst hebben gekozen. De geïssueerde financiële instrumenten betreffen een heel ruime categorie, zeker niet beperkt tot aandelen, maar ook slaand op obligaties en voor sommige bepalingen ook op geldmarktinstrumenten en vastgoedcertificaten.

De Overnamewet van 1 april 2007<sup>23</sup> fungeert enerzijds als prospectuswet voor wat het spiegelbeeld is van een openbaar aanbod van effecten, nl. het aanbod tot overname van effecten, eventueel in ruil voor de eigen effecten van de bieder, en regelt daarnaast de governance-kwestie van de controlewijziging in de genoteerde vennootschap. In beginsel is de wet van toepassing op elk openbaar bod op effecten, maar de bepalingen uit wet en uitvoerings-KB die geen betrekking hebben op prospectus- en informatieplichten noch op de bevoegdheden van de toezichthouder (FSMA) zijn doorgaans alleen van toepassing wanneer het bod slaat op stemrechtverlenende effecten. Dit blijkt voor het vrijwillig bod vooral uit het uitvoerings-KB<sup>24</sup>, waarin het verloop van het openbaar overnamebod gereguleerd wordt. Voor het vrijwillig bod speelt het geen rol of de effecten genoteerd zijn. Voor het verplichte bod daarentegen maakt de wet zelf al duidelijk dat de regels enkel slaan op openbare biedingen op stemrechtverlenende effecten van emittenten waarvan minstens een deel van de stemrechtverlenende effecten zijn toegelaten zijn tot een gereguleerde markt of MTF.

De regels over het openbaar uitkoopbod (squeeze-out), tenslotte, zijn van toepassing op biedingen op effecten met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht van doelvennootschappen die een openbaar beroep op het spaarwezen doen in de zin van art. 438 W. venn. (zie art. 513 § 1 W. venn. en art. 2 KB 27 april 2007 op de openbare uitkoopbiedingen<sup>25</sup>).

---

<sup>22</sup> Koninklijk Besluit van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 3 december 2007, 59762.

<sup>23</sup> Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 26 april 2007, 22378.

<sup>24</sup> Koninklijk Besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 23 mei 2007, 27736.

<sup>25</sup> Koninklijk Besluit van 27 april 2007 op de openbare uitkoopbiedingen, *BS* 23 mei 2007, 27789.

Vandaag kan men zich van het statuut van publieke vennootschap in de zin van art. 438 W. venn. feitelijk alleen bevrijden via een squeeze-out. Artikel 438 tweede lid bepaalt immers dat de hoedanigheid van publieke vennootschap behouden blijft tot de afloop van een uitkoopbod in de zin van art. 513 W. venn. of tot de raad van bestuur in een authentieke akte heeft vastgesteld dat de door de vennootschap uitgegeven effecten niet meer onder het publiek verspreid zijn. Die laatste vaststelling, waarvoor de wet stavingsstukken eist, is moeilijk te doen, en het is precies alleen via een squeeze-out dat men de effecten die bij het publiek zitten, eventueel tegen de zin van de houder ervan kan bemachtigen. Bovendien volgt uit deze bepaling dat het schrappen van de notering van een voorheen genoteerde vennootschap, niet volstaat om een einde te maken aan het statuut van publieke vennootschap<sup>26</sup>. Dit betekent dat voor vennootschappen die dit statuut nu reeds bezitten, de mogelijkheid van een squeeze-out behouden zou moeten blijven. Tegelijk zou de wet moeten aangepast worden om een volledige squeeze-out mogelijk te maken, dat wil zeggen één die slaat op alle mogelijke effecten die de vennootschap heeft uitgegeven, zodat de vennootschap daadwerkelijk haar publiek karakter verliest. Onder de huidige regels heeft het uitkoopbod enkel betrekking op stemrechtverlenende effecten of effecten die toegang geven tot dergelijke effecten (zie art. 513 § 1 W. venn. en art. 2 K.B. 27 april 2007 op de openbare uitkoopbiedingen). Indien evenwel het concept publieke vennootschap afgeschaft zou worden en slechts, binnen het Wetboek van vennootschappen, het concept genoteerde vennootschap zou overblijven, dan zou er voor vennootschappen die niet publiek waren op het moment van de wetwijziging, geen nood meer zijn aan een squeeze-out buiten de genoteerde vennootschappen. De prospectuswetgeving en de wetgeving op openbare overnamebiedingen viseert immers bepaalde transacties, niet bepaalde vennootschappen en dwingen ook geen statuut aan vennootschappen op. De Transparantiereglementering is in haar huidige stand reeds beperkt, wat haar dwingend aspect betreft, tot vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn maar kan in de huidige stand van zaken al statutair uitgebreid worden tot niet-genoteerde vennootschappen, die zich via een statutenwijziging opnieuw kunnen bevrijden van de door henzelf toepasselijk gemaakte transparantievoorschriften.

#### b. conclusies

Zeer veralgemenend kan men stellen dat:

de regelgeving inzake kapitaalmarktrecht rechtsvormoverstijgend is: zij beperkt zich niet tot de N.V (ook al zullen bijna alle vennootschappen die de facto gevat worden, NV's zijn) en ook niet tot vennootschappen;

de regelgeving voornamelijk entiteiten viseert waarvan de financiële instrumenten verhandeld worden op een gereguleerde markt; soms, en met name in de marktmisbruikreglementering en delen van de overnamereglementering, worden ook MTF en andere alternatieve markten geïnviseerd; maar wanneer er geen enkele vorm van (toelating tot) systematische verhandeling op kapitaalmarkten is, speelt de regulering doorgaans niet. Anders gezegd, een openbaar aanbod van effecten als dusdanig geeft wel aanleiding tot informatieplichten en met name tot een prospectusplicht op het moment van de emissie, maar niet tot permanente, blijvende verplichtingen;

de regulering zowel eigen vermogens- als schuldeffecten viseert, met enkele belangrijke uitzonderingen, zoals belangrijke onderdelen van de regulering inzake openbare overnamebiedingen of de transparantiewetgeving. Dit is normaal en te verwachten in het licht van de primaire doelstelling van het kapitaalmarktrecht, nl. de investeerder als belegger

---

<sup>26</sup> Hierover ook D. Napolitano en M. Wyckaert "Is er leven na de beurs? Introductie tot de going private transactie naar Belgisch recht", *TRV* 2002, 161-197.



beschermen, in de eerste plaats op gebied van informatie en marktwerking; de kapitaalmarktregulering heeft veel minder tot doel op governance-vlak in te grijpen.

Een belangrijke conclusie is dat het concept publieke NV in de zin van art. 438 W. venn. een zeer beperkte rol –eigenlijk geen- speelt in de kapitaalmarktregulering. Reden te meer om het niet te behouden.

Bij de hervormingen moet er natuurlijk steeds over gewaakt worden om niet in te gaan tegen de Europese dwingende normen. Dat is één reden waarom in dit rapport niet het toepassingsgebied van de ganse kapitaalmarktregulering onder de loep genomen wordt: nagenoeg al die regulering gaat terug op Europese richtlijnen en verordeningen. Dit verhindert niet noodzakelijk hervormingen: de Europese teksten laten soms speelruimte aan de lidstaten bij de precisering van het toepassingsgebied, en België heeft daar soms gebruik van gemaakt (bv. in de Overnamewet, waarvan sommige bepalingen ook van toepassing zijn op biedingen op niet-stemrechtverlenende effecten of effecten van niet-genoteerde vennootschappen, terwijl beide “situaties” niet gevat worden door de 13de Richtlijn). Er lijkt hier (behalve voor de squeeze-out) evenwel minder nood aan aanpassingen.

## **5. Meer voorspelbaarheid en logica: de vennootschap waarvan de aandelen genoteerd zijn als enige met een apart vennootschapsrechtelijk statuut, maar wel behoud van een uitgiftereglementering die op alle emittenten van effecten slaat**

### **a. Weg met de aparte categorie “openbaar beroep op het spaarwezen”**

Aangezien afwijkend vennootschapsrecht een governance-functie en niet (louter) een informatiefunctie heeft, is er veel voor te zeggen afwijkende governance-regelingen alleen toe te passen op vennootschappen wier aandelen op de georganiseerde kapitaalmarkten verhandeld worden. Om die reden verdient het aanbeveling het concept “vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan” (art. 438 W. venn.), af te schaffen: indien dergelijke vennootschap niet genoteerd is, zullen haar aandelen niet op de kapitaalmarkten verhandeld worden. Het is mogelijk dat zij schuldeffecten heeft die genoteerd zijn, maar dit rechtvaardigt geen afwijkend vennootschapsrecht in onze traditie. Het is verder mogelijk dat haar aandelen ruim verspreid zijn geraakt onder een grote groep personen (erfennissen, private doorverkopen, ...). Vanuit theoretisch oogpunt is er dan wel veel voor te zeggen om, zoals de huidige wetgeving doet, aparte governance-regels op te leggen. Maar de ervaring leert dat het zeer veel onzekerheid veroorzaakt een criterium van ruime verspreiding van effecten te hanteren om het toepassingsgebied van afwijkend vennootschapsrecht te bepalen. De toenmalige CBFA (nu FSMA) heeft dit onder meer ondervonden in de Socreal-zaak, toen zij een vennootschap aanmaande tot het uitbrengen van een openbaar bod op een vennootschap die bij haar op de toenmalige lijst van publieke vennootschappen voorkwam. De bieder voerde evenwel aan dat opname op die lijst met publieke vennootschappen geen bewijs van het publiek karakter van de vennootschap was, waarvoor volgens hem effectieve verspreiding van de effecten onder het publiek nodig was<sup>27</sup>. Het Hof van beroep te Brussel koos in deze zaak de kant van de recalcitrante bieder<sup>28</sup>. Bovendien (in een poging net om voor de vennootschappen iets meer zekerheid te beïden) wordt de governance-logica van de

---

<sup>27</sup> Althans kon de CBFA zich niet op de lijst beroepen als afsluitend bewijsmiddel tegen een derde zoals de bieder.

<sup>28</sup> Brussel 1 juli 2005, *TRV* 2005, 329, noot C. Clottens.

huidige regeling doorbroken doordat het statuut van NV in de zin van art. 438 W. Venn. alleen verworven kan worden wanneer de vennootschap tengevolge van eigen initiatieven een verspreid aandeelhouderschap heeft gekregen, terwijl dit vanuit governance-oogpunt irrelevant is. De wetgever aanvaardt dus zelf al niet de logica die potentieel achter zijn regelgeving had kunnen zitten, nl. alle vennootschappen met verspreid aandeelhouderschap aan een afwijkend governance-regime onderwerpen<sup>29</sup>. Strijdig met dergelijke logica is ook de vaststelling dat alleen NVs en CommVAs het statuut van publieke vennootschap kunnen verwerven: waarom niet coöperatieve vennootschappen, waar de behoefte aan beleggersbescherming toch even groot is als bij een publieke NV?

Wanneer we de bepalingen die voor publieke vennootschappen gelden oplijsten (zie het schema achteraan deze bijdrage), valt vooreerst op dat zij allen in het wetboek van vennootschappen voorkomen. In het kapitaalmarktrecht speelt het concept geen rol. Dat was ooit wel anders: het concept “publiek beroep op het spaarwezen” is via het befaamde K.B. nr. 185, uitgevaardigd als reactie op de crisis van de jaren '30, het Belgische recht binnengekomen en is geleidelijk aan in de vennootschapswetgeving doorgedrongen<sup>30</sup>. Het K.B. nr. 185 was de basis van de eerste Belgische uitgiftereglementering. Inmiddels is het K.B. afgeschaft en is een volwaardig, op Europese leest geschoeid, kapitaalmarktrecht ontstaan. Het is daarbij ironisch dat de definitie van vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan pas in de vennootschapswetgeving (in wat vandaag art. 438 W. Venn. is) is doorgedrongen op een moment – nl. 1995- waarop het daarbuiten zijn rol nagenoeg volledig had uitgespeeld en verdongen werd door de kapitaalmarktrechtelijke begrippen zoals genoteerde vennootschap. Wellicht zijn er na 1995 geen bepalingen in de vennootschapswetgeving bijgekomen die het begrip gehanteerd hebben, en in elk geval wordt het de laatste jaren niet meer gebruikt, ten voordele van “genoteerde vennootschap” en “vennootschap waarvan de aandelen genoteerd zijn”.

Als we het lijstje van wetsbepalingen toegespitst op publieke vennootschappen overlopen, kan de conclusie getrokken worden dat het ofwel beleidsmatig meer aangewezen zou zijn de regel toe te passen op genoteerde vennootschappen – wij zien voor geen enkele bepaling inzake publieke vennootschappen een beletsel om haar op genoteerde vennootschappen toe te passen- dan wel dat men twijfel kan hebben of de regel niet voor alle vennootschappen of NV's zou moeten gelden, ongeacht of zij op de kapitaalmarkt een beroep doen of niet (zie verder: belangenconflictenregeling bestuurders; art. 524 W. venn. inzake aandeelhoudersbelangen in groepsverband).

---

<sup>29</sup> Voor de wetgever het begrip “vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan” voor het eerst definieerde met de wet van 13 april 1995, waren er in de rechtsleer voorstanders van een definitie die er op neerkwam dat van zodra effecten onder het ruime beleggerspubliek verspreid waren, de vennootschap een publieke vennootschap zou zijn, zie bv. D. Van Gerven, “De regels voor vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan”, *RW* 1994-95, 65. Hoe logisch die opvatting ook was, precies omdat zij veel onzekerheid zou veroorzaken heeft de wetgever in 1995 geweigerd haar in de wet in te voeren.

<sup>30</sup> Zie voor een terugblikkend overzicht, V. De Schrijver, “De vennootschap die een openbaar beroep doet of heeft gedaan op het spaarwezen” in *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, H. Braeckmans en E. Wymeersch (eds.), Antwerpen, Maklu, 1996, (71), 74-82.



Naar huidig recht bevatten volgende artikelen voorschriften specifiek voor vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan in de zin van art. 438 W. Venn.: art. 484, 503, 509, 513, 523, 524ter, 533, 536, 548, 549, 571, 578, 579, 583, 594, 603, 626 en 635 W. Venn. Van die voorschriften bepalen de artikelen 594 (inschrijfrechten van derden op kapitaalverhoging indien voorkeurrecht niet volledig uitgeoefend) en 635 (geschillenregeling: uitsluiting en uittrede) dat hun regelingen alleen maar van toepassing zijn op vennootschappen die geen publieke NV's zijn 31.

De voorschriften hebben<sup>32</sup> vooreerst betrekking op een aantal details in verband met winstbewijzen, converteerbare obligaties en warrants, en certificaten. Art. 513 beperkt het toepassingsgebied van de squeeze-out tot publieke vennootschappen. Bekend is ook dat de regeling inzake belangenconflicten binnen de raad van bestuur of het directiecomité enkel bij publieke vennootschappen tot een deelname-en stemmingsverbod in hoofde van de betrokken bestuurder/directeur leidt. Ook een aantal bepalingen in verband met kapitaalverrichtingen zoals kapitaalverhogingen zijn afwijkend voor publieke vennootschappen, onder meer de regel dat de “correcte” uitgifteprijs voor aandelen bij een kapitaalverhoging met uitsluiting van voorkeurrecht ten voordele van een bepaalde persoon het gewogen gemiddelde van de beurskoers over de 30 dagen voorafgaand aan de emissie bedraagt, en de regel dat het toegestane kapitaal maximaal 100% van het bestaande kapitaal mag bedragen. Art. 626 derde lid bevat een speciale regeling inzake wederinkoop van aandelen zonder stemrecht.

Een aantal bepalingen betreft de werking van de algemene vergadering, nl. de artikelen 533 tot 579 uit de opsomming in de voorgaande alinea . Wanneer een vennootschap het beleggerspubliek in het algemeen aanspreekt via de kapitaalmarkten en daardoor veel meer aandeelhouders –soms ook een hele boel buitenlandse – heeft dan een de facto besloten vennootschap, is het inderdaad aangewezen de organisatieregels voor dergelijke algemene vergaderingen enigszins aan te passen. De wetgever heeft dat op een hele reeks punten gedaan via de Wet Aandeelhoudersrechten. De desbetreffende bepalingen zijn evenwel (enkel) van toepassing op vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd zijn. Het is met die systematiek in strijd dat men een aantal, minder talrijke, wetsbepalingen over de algemene vergadering een licht anders toepassingsgebied laat behouden, nl. dat van publieke vennootschap in de zin van art. 438 W. Venn.

Nu weet men dat niet alleen aandeelhouders, maar ook obligatie-en certificaathouders, en houders van converteerbare effecten, tot de algemene vergadering moeten toegelaten worden. Een niet-genoteerde vennootschap die een openbare obligatie-emissie heeft gedaan, zou er net zoals haar obligatiehouders nut bij kunnen hebben dat bepaalde voorschriften over informatieverstrekking, volmachtverlening en deelname op afstand aan de vennootschap opgelegd worden aan haarzelf en de effectenhouders. Nochtans lijkt ons dit element niet zwaarwichtig genoeg om een aparte statuut van publieke vennootschap te rechtvaardigen. Wel zou kunnen overwogen worden om niet-genoteerde vennootschappen die wel openbaar (in de zin van de Prospectuswet) effecten hebben uitgegeven, de expliciete wettelijke toelating te geven om via hun statuten aan henzelf en hun effectenhouders dezelfde regels inzake

---

<sup>31</sup> Art. 513 § 2 bevat daarnaast een – nooit toegepaste - squeeze-out regeling voor vennootschappen die geen publiek beroep op het spaarwezen doen.

<sup>32</sup> Naast een aantal verouderde verplichtingen voor buitenlandse vennootschappen die in België een openbaar beroep op het spaarwezen doen, zie art. 58 en 88 W. venn.

informatieverstrekking –en toegang op te leggen als genoteerde vennootschappen<sup>33</sup>. Toegegeven moet worden dat men daarmee de bescherming van obligatiehouders voor een stuk laat afhangen van de goede wil van de vennootschap. Maar statutaire regelingen kunnen een positief signaal naar de markt zijn dat de vennootschap het ernstig meent met de bescherming van de belangen van obligatiehouders en kunnen door bepaalde vennootschappen meer aangewezen en qua transactiekosten goedkoper lijken of blijken te zijn dan covenants waarin naar aanleiding van individuele obligatie-emissies gelijkaardige regels worden opgenomen.

Concluderend kan men stellen dat het toepassingsgebied van art. 438 W. venn. onlogisch is, rechtsonzekerheid veroorzaakt en de facto grotendeels irrelevant is geworden, zodat het artikel afgeschaft dient te worden.

b. Naar een nieuwe definitie van “genoteerde vennootschap”: alleen de aandelen tellen

Een volgende vraag is of we dan het concept “genoteerde vennootschap” onveranderd moeten behouden. Dit is vandaag een vennootschap waarvan de effecten genoteerd zijn op een gereglementeerde markt. Zoals we reeds aanhaalden, verdient het de voorkeur om dit concept in de toekomst te definiëren als de vennootschap waarvan de aandelen of effecten die recht geven op de verwerving van aandelen genoteerd zijn op een (Belgische of buitenlandse) gereglementeerde markt. Hoger hebben we eveneens al uitgelegd dat het ons aangewezen lijkt sommige regels alleen maar op grote genoteerde vennootschappen toe te passen zoals nu al het geval is.

De notering van schuldeffecten heeft wel governance-implicaties maar in de Belgische traditie is daar nooit rekening mee gehouden, en het zou een revolutie zijn dat wel te doen<sup>34</sup>. Zolang men niet van die traditie afwijkt, is de notering van schuldeffecten geen reden voor afwijkende regels in het W. venn. behalve misschien gebied van de organisatie van een (gemoderniseerde) algemene vergadering van obligatiehouders teneinde coördinatieproblemen van grote groepen obligatiehouders, te helpen oplossen<sup>35</sup>. Met andere woorden, het feit dat men via obligaties edm. een “publiek schuldeiserschap” heeft, kan wel een reden zijn om via kapitaalmarktregulering bepaalde informatieregels op te leggen en regels over het verhandelen van die schuldinstrumenten, maar is geen reden om de

---

<sup>33</sup> Men vergelijkte met de aanpak in de Transparantiewetgeving, waar art. 515 W. venn. toelaat om art. 6-17 Transparantiewet via een statutair beding geheel of gedeeltelijk van toepassing te maken op vennootschappen waarvan geen aandelen of certificaten genoteerd zijn in de zin van art. 4 W. venn.

<sup>34</sup> Er zijn theoretische argumenten te verzinnen om schuldeisers wettelijke interventierechten over bepaalde aangelegenheden te geven, of stemrecht op de algemene vergadering van aandeelhouders, althans over bepaalde punten, maar in België en de rest van de wereld is men die weg, enkele zeer beperkte uitzonderingen niet te na gesproken (bv. verzetsrecht bij reële kapitaalvermindering) niet opgegaan, in elk geval niet buiten insolventie; in België en vele landen is men ook niet ingegaan op de theoretische argumenten pro werknemersvertegenwoordiging in organen.

<sup>35</sup> In werkelijkheid speelt de algemene vergadering van obligatiehouders een erg beperkte rol, omdat de vertegenwoordiging van (de belangen van) de obligatiehouders doorgaans door buitenlands (met name Brits) recht beheerst wordt, en geregeld is overeenkomstig de in die buitenlandse jurisdicties gebruikelijke praktijken, met name het beroep op trustees.

vennootschap een apart vennootschapsrechtelijk statuut met afwijkend governance-regime te geven.

Wel kan, als doorbreking van de door ons voorgestelde logica, aanvaard worden dat de bepalingen inzake (geconsolideerde) jaarrekeningen en jaarverslag en het orgaan van toezicht die vandaag specifiek voor genoteerde vennootschappen gelden, ook in de toekomst toepasselijk blijven op vennootschappen waarvan niet de aandelen maar alleen maar andere effecten tot verhandeling op een gereguleerde markt zijn toegelaten<sup>36</sup>. Deze situatie komt wellicht zelden voor<sup>37</sup>. Maar niettemin moeten vennootschappen aan versterkte verplichtingen inzake de openbaarmaking van financiële informatie onderworpen worden van zodra zij effecten, ongeacht of het aandelen of andere effecten zijn, laten noteren.

## **6. Welke aparte regels moeten we behouden voor genoteerde vennootschappen?**

Indien men een aanvullend/afwijkend vennootschapsrecht voor vennootschappen (ongeacht hun rechtsvorm) waarvan de aandelen genoteerd zijn zou mogen ontwikkelen, zonder enige rekening te houden met de bestaande Belgische en Europese wetgeving, vertrekkend van een propere lei dus, hoe zou die er dan uitzien?

a. Leesbaarheid en conceptuele zuiverheid: alleen organisatieregels in het W. venn. , geen kapitaalmarktrecht

Daarbij wordt ervan uitgegaan dat het W. Venn. de vennootschap als organisatie moet regelen, door suppletiefrechtelijke regels aan te bieden die bij de organisatie kunnen helpen, en dwingende regels die nodig geacht worden om stakeholders tegenover elkaar en de vennootschapsorganen te beschermen. Andere regels in verband met vennootschappen, zoals anti-fraudemaatregelen maar ook het volledige kapitaalmarktrecht, horen m.i. niet thuis in een W. Venn.

Daarvoor zijn verschillende redenen.

Het is een illusie te denken dat men de lezer/gebruiker van het wetboek een overzicht kan geven, in het wetboek, van zelfs maar de belangrijkste beginselen van bv. kapitaalmarktrecht. Indien men dat toch wil doen, dan zou het wetboek radicaal van aard moeten veranderen en geen coherente code met een logische structuur meer zijn, maar gewoon een overigens regelmatig veranderende verzameling inhoudelijk disparate wetteksten. Het is m.i. dan ook eerder misleidend dan behulpzaam om bv. enkele basisverplichtingen ivm de transparantiewetgeving in het Wetboek op te nemen. Men verdedigt dit soms vanuit pedagogisch oogpunt: bestuurders, ondernemers zouden dan op hun plichten gewezen worden in één samenhangende tekst, althans in één wetboek. Maar waarom neemt men dan ook niet de basisbeginselen inzake marktmisbruik op? Overigens is het nogal ongeloofwaardig dat bestuurders en ondernemers zouden teruggrijpen naar het Wetboek wanneer zij hun verantwoordelijkheden willen kennen: zij zullen hun raadgevers (accountants en juristen)

---

<sup>36</sup> Bv. de regel dat ook kleine vennootschappen die genoteerd zijn een jaarverslag moeten opmaken; de regel dat alleen genoteerde vennootschappen verplicht zijn IFRS/IAS toe te passen; bepaalde afwijkende regels inzake commissarissen.

<sup>37</sup> Dat alleen schuldeffecten en niet de aandelen van een vennootschap via een georganiseerde markt verhandeld worden, is een situatie die zeker af en toe voorkomt, maar het zal daarbij wellicht zelden om een gereguleerde markt gaan.



raadplegen. Dergelijke verdeling van voorschriften over het Wetboek en kapitaalmarktrechtelijke wetteksten leidt overigens tot het risico van onvolkomen duplicatie: een regel wordt zowel in het wetboek als in een aparte wet (waar dan verder uitwerking volgt) opgenomen, maar met een licht andere formulering, zodat vragen rijzen over de correcte interpretatie en de verhouding tussen beide regels, die bedoeld waren om identiek te zijn maar het bij een zorgvuldige interpretatie van de gebruikte bewoordingen niet zijn.

Puur pragmatisch bekeken zou het de leesbaarheid van het Wetboek allesbehalve bevorderen wanneer het zeer gedetailleerde en vaak veranderende kapitaalmarktrecht erin geïntegreerd zou worden. Men vergete niet dat vandaag de meeste wetten in formele zin inzake kapitaalmarktrecht slechts een kaderregeling bevatten en dat het grootste deel van de regels in K.B.'s en af en toe een Europese Verordening te vinden is.

Maar het centrale punt blijft dat het conceptueel veel zuiverder is het vennootschapsrecht als organisatierecht afzonderen van anderssoortige financieel-economische wetgeving die men gerust als onderdeel van het vennootschapsrecht kan beschouwen, maar die niet toegespitst is op de vennootschap als organisatievorm.

Een ander punt is dat het niet wenselijk lijkt binnen het W. venn. een apart boek aan de genoteerde vennootschap te wijden, waarbinnen alle aanvullende en afwijkende regels gegroepeerd zouden worden. Voor studenten zou dat aardig zijn, omdat het een pedagogisch overzicht van de regels zou geven. Diegene die het recht moet toepassen daarentegen, gebruikt het wetboek per thema (wanneer men een kapitaalverhoging wil doorvoeren, neemt men de bepalingen over kapitaalverhoging erbij). Het is dan veel handiger dat onmiddellijk aan de basisregel die voor "gewone" vennootschappen geldt, de aanvullende of afwijkende regel(s) voor genoteerde vennootschappen worden opgenomen.

#### b. De ideale wereld

Wellicht zouden volgende punten aan bod komen in een ideaal systeem van aanvullend en afwijkend recht voor genoteerde vennootschappen, indien men de kans zou krijgen dergelijk systeem van nul af aan op te bouwen:

de vrije overdraagbaarheid van de genoteerde aandelen, omdat geautomatiseerde verhandeling ter beurse niet mogelijk is wanneer men met overdrachtbeperkingen rekening moet houden en het overigens in strijd met de filosofie van een notering is dat aandelen niet vrij verhandelbaar zijn. Dit is des te meer zo wanneer, zoals vaak het geval, slechts een deel van de aandelen van de vennootschap genoteerd zijn. In dergelijk geval is er geen bezwaar tegen overdrachtsbeperkingen voor de niet-genoteerde aandelen, maar des te meer voor de wel genoteerde aandelen. Niettemin kan men van oordeel zijn dat over deze aangelegenheid geen wettelijke regeling vereist is, maar dat de problematiek aan de noteringsvoorwaarden kan overgelaten worden. Een tussenoplossing zou erin kunnen bestaan dat overdrachtsbeperkingen toegelaten worden, maar duidelijk in de wet bepaald wordt dat de schending ervan voor genoteerde aandelen geen enkel extern effect heeft, en dat met name de verwerver op de gereguleerde markt zonder meer eigenaar en vennoot wordt door de verwerving, ongeacht enige statutaire (of a fortiori ongeacht een extrastatutaire) overdrachtsbeperking, behoudens positief bewijs van kwade trouw.

voor zover meervoudig stemrecht toegelaten is –wat in België alleen voor de CVBA kan (als we ons beperken tot de vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid), zou er geen mogelijkheid tot invoering ervan na de notering mogen zijn. Een soepeler regel zou immers beteken dat de meerderheid in dergelijke vennootschap de positie van investeerders die zich



hiertegen verzet hebben maar in de minderheid geduwd zijn, wezenlijk zou kunnen veranderen.

de verplichting tot een meerhoofdig, minstens driehoofdig en collegiaal bestuur: een onderneming die per definitie voor alle investeerders openstaat mag niet in handen gegeven worden van slechts 1 of 2 ultieme leiders en toezichthouders, noch van meerderen die elk apart bevoegd zijn (uiteraard is er vaak een machtige CEO, maar minstens een meerhoofdig monitoringorgaan daarboven is vereist)

Om een behoorlijke en professionele werking van de raad van bestuur te garanderen: een verplicht auditcomité en eventueel andere comités, en een verplicht percentage aan onafhankelijke bestuurders.

Het moeilijke punt van het ontslag van bestuurders. Veel Belgische academici vinden dat de huidige regel van openbare orde, dat NV-bestuurders ad nutum afzetbaar zijn, onwenselijk is. Dit zou de zelfstandigheid van het bestuur aantasten. Met name voor genoteerde vennootschappen kan men nochtans twijfels hebben bij dit standpunt: het grote investeerderspubliek heeft al niks te zeggen in deze vennootschappen, wanneer men hen dan nog eens berooft van de mogelijkheid de bestuurders met een gewone meerderheid en zonder motivering te ontslaan, maakt men de investeerders nog meer machteloos. Maar anderzijds moet toegegeven worden dat er voor elk Fortis, waar er geen grootaandeelhouders waren, veel meer Belgische genoteerde vennootschappen zijn waar er een dominante aandeelhouder is. Moet men diens invloed aan banden leggen door de positie van bestuurders tegen hem te beschermen? Uiteindelijk gaat dit over de vraag van wie men verwacht dat zij het vennootschapsbelang het best zullen dienen en het minst hun eigenbelang zullen laten primeren op dat van de vennootschap: aandeelhouders of bestuurders, waarbij men niet uit het oog mag verliezen dat bestuurders hun eigenbelang compleet ondergeschikt moeten maken, juridisch gezien, aan dat van de vennootschap, terwijl er geen juridische basis bestaat voor een gelijkaardige plicht voor aandeelhouders. Een tussenoplossing zou kunnen zijn alleen de onafhankelijke bestuurders tegen ad nutum ontslag te beschermen. Managers die niet doen wat de aandeelhouders verlangen zouden eenvoudig verwijderd moeten kunnen worden. Maar praktisch gezien zou dit –alleen de onafhankelijken niet ad nutum afzetbaar maken- wellicht betekenen dat de meeste bestuurders de facto tegen ad nutum ontslag beschermd zijn, want de uitvoerende bestuurders zullen doorgaans door begeleidende (consultancy)-contracten beschermd worden. En indien men aandeelhouders wantrouwt op gebied van respect voor het vennootschapsbelang –wat eigenlijk wil zeggen dat men er niet op vertrouwt dat de ene groep aandeelhouders de belangen van de andere aandeelhouders zal respecteren- dan moet men wel degelijk ook de uitvoerende bestuurders tegen ontslag beschermen. Een moeilijke kwestie dus.

Een andere organisatie van de algemene vergadering, met name om tijdige en voldoende wijde distributie van oproepingsinformatie te verzekeren en om deelname vanop afstand mogelijk te maken; dit is voor een groot stuk gerealiseerd door de Wet Aandeelhoudersrechten (2010)

verplichte bekendmaking van de jaarrekening (en van een jaarverslag) volgens het meest volledige model en overeenkomstig IFRS gezien de kapitaalmarktgerichtheid van die boekhoudnormen

verplichte aanstelling van een externe auditor (commissaris), ongeacht de omvang van de vennootschap

extra openbaarmakingsverplichtingen om de machtsstructuur van de vennootschap bloot te leggen; dit is reeds gerealiseerd (toch grosso modo) door art. 10 van de 13de Richtlijn

squeeze-out, teneinde going private mogelijk te maken

uitsluiting van de toepassing van de geschillenregeling, omdat er geen nood aan is, omdat de veranderingen van aandeelhouderstructuur die er uit zouden kunnen voortvloeien, vaak een



ongewenste impact op andere investeerders zouden hebben, omdat er interferentie met andere regels zou optreden (bv. openbaar bod)

Wanneer we dan de bestaande Belgische wetgeving bekijken, zien we dat de bovenstaande punten reeds (voor het overgrote deel) gerealiseerd zijn (hetzij ivm genoteerde, hetzij ivm publieke vennootschappen, twee categorieën waarvan we zoals gezegd de versmelting voorstellen).

c. Gerechtvaardigde en niet-gerechtvaardigde verschillen tussen genoteerde en niet-genoteerde vennootschappen in het huidige recht

Toch blijven er in ons positieve recht nog enkele onwenselijke afbakeningen van toepassingsgebied over. Wat het afwijkend recht betreft, lijkt de huidige regeling inzake belangenconflicten moeilijk te verantwoorden<sup>38</sup>. Er is vooreerst de regel uit art. 523 W. venn. dat in geval van persoonlijk belangenconflict van een bestuurder, deze bestuurder toch nog aan de beraadslaging mag deelnemen, tenzij in een vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet. Dat in een genoteerde vennootschap geen deelname aan de beraadslaging van de “geconflicteerde” bestuurder toegelaten is, is terecht en moet zeker behouden blijven. De regel zou evenwel identiek moeten zijn in niet-genoteerde NVs. België had midden de jaren '90 wellicht nog een voortrekkersrol op het Europese continent wat de wettelijke regeling van belangenconflicten betreft. Ondertussen zijn we voorbijgestoken, minstens door jurisprudentie- in talrijke landen. In de common law wereld wordt het van oudsher als ondenkbaar beschouwd, in het licht van de fiduciaire duty of loyalty/no –profit rule dat een bestuurder met belangenconflict aan de beraadslaging zou deelnemen. Er bestaan geen overtuigende redenen om een bestuurder in een niet-genoteerde NV toe te laten aan de beraadslaging deel te nemen in geval van persoonlijk belang. Toegegeven moet worden dat de toepassing van de procedure in veel gevallen op het eerste zicht niet veel verschil lijkt te zullen maken, omdat in besloten vennootschappen de verstrengeling tussen bestuur en aandeelhouders én hun belangen, vaak eng is. Dergelijke denkwijze miskent evenwel dat ook derden zoals schuldeisers beschermd worden door een wettelijke belangenconflictregering; dat het niet naleven van de procedure terecht een extra vorderingsmogelijkheid aan die derden geeft (schending van het W. venn.); dat zelfs indien de procedure doorlopen wordt, de wet uitdrukkelijk bepaalt (art. 629 voor de N.V.) dat zij die naar aanleiding van het belangenconflict een onrechtmatig voordeel ten nadele van de vennootschap verwierven, aansprakelijk kunnen gesteld worden –ook door derden; en last but not least heeft wetenschappelijk-psychologisch onderzoek bevestigd dat het doorlopen van een procedure waarbij men aan bepaalde regels herinnerd wordt, vlak voor men een beslissing moet nemen, wel degelijk een impact heeft op de uiteindelijk genomen beslissing<sup>39</sup>: herinnerd worden aan

---

<sup>38</sup> Aldus ook X. Dieux, “De la société anonyme comme ‘modèle” et de la société cotée comme ‘prototype” in Liber amicorum Lucien Simont, Brussel, Bruylant, 2002, 619, nr. 16, eveneens opgenomen in X. Dieux (ed.) *Legal Tracks I. Essays on Contemporary Corporate and Finance Law*, Brussel, Bruylant, 2003, 712-713.

<sup>39</sup> Zie slechts N. Mazar, O. Amir en D. Ariely, “The dishonesty of honest people: a theory of self-concept maintenance”, 45 *Journal of Marketing Research* 2008, 633-644 met daarin het experiment met de Tien Geboden, experiment dat ondertussen “wereldberoemd” is door de populariserende boeken van D. Ariely *Predictably Irrational* en *The Honest Truth about Dishonesty*, waarin tevens gelijkaardige experimenten uit de doeken gedaan worden.

morele regels, ook al zijn het niet diegenen die relevant zijn in de gegeven context, heeft op zich blijkbaar reeds een profylactisch effect.

In België bestaan, in tegenstelling tot bv. Duitsland en de V.S., geen door de rechtspraak ontwikkelde regels over belangenconflicten van aandeelhouders. Genoteerde vennootschappen moeten wel rekening houden met de openbaarmakingsverplichtingen die uit IAS 24 inzake “related party transactions” voortvloeien<sup>40</sup>. Wij hebben in onze wetgeving wel art. 524 W. venn., dat een beperkt onderdeel van de belangenconflictproblematiek (in ruime betekenis van het woord) van aandeelhouders aanpakt. In wezen voorziet art. 524 in een procedure die, via een voorbereidend verslag van onafhankelijke bestuurders, op objectiverings van de besluitvorming is gericht wanneer de raad van bestuur van een genoteerde NV beslissingen moet nemen die de relatie van die NV met andere groepsvennootschappen, andere dan haar eigen relatie met haar rechtstreekse dochters<sup>41</sup>, betreffen. Het lijkt zinvol art. 524 te behouden en eventueel uit te breiden tot grote niet-genoteerde vennootschappen. Dit zou het besluitvormingsproces bij deze vennootschappen wel behoorlijk wat omslachtiger maken<sup>42</sup>, maar indien men het ernstig meent met respect voor het groepsbelang zoals tot uitdrukking gebracht in de Rozenblum/Wiskeman-rechtspraak<sup>43</sup> kan men maar beter vertrouwen op de profylactische procedurele regeling van art. 524. Ook zou het artikel toepasselijk moeten zijn op eventuele CV's die genoteerd zijn (de huidige versie is enkel op NV's van toepassing).

Er is ook minstens één materie waarvan het toepassingsgebied zich nu uitstrekt tot alle NV's, maar zou moeten beperkt worden tot genoteerde NV's. Het gaat over de bepalingen (art. 556-557 W. venn.) inzake de “bijzondere algemene vergadering”. Deze artikelen schrijven, kort gezegd, voor dat wanneer een NV rechten aan derden toekent die dezen alleen kunnen uitoefenen wanneer er zich een controlewijziging voordoet in de vennootschap, dergelijke rechten alleen mits toestemming van de algemene vergadering kunnen verleend worden. Deze regeling werd oorspronkelijk ingevoerd in de overnamewetgeving van 1989<sup>44</sup>, omdat dergelijke change of control clauses een afschrikwekkend effect op een potentiële overnamebieder kunnen hebben (wat zich doorgaans nadelig uitwerkt op de beurskoers van de betrokken vennootschap en hoedanook negatief bekeken wordt door zij die geloven in de disciplinerende werking van de overnamemarkt). Bij de redactie van het wetboek van vennootschappen heeft men de fout gemaakt de regeling niet alleen uit de overnamewetgeving te lichten –wat verdedigbaar was- maar bij het kopiëren ervan niet te

---

<sup>40</sup> Zie daarover <http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias24>

<sup>41</sup> Zij het dat art. 524 § 5 bepaalt dat wanneer een niet-genoteerde NV een beslissing moet nemen (eventueel onder invloed van haar rechtstreekse moeder) in verband met haar relatie met vennootschappen die met haar genoteerde moeder verbonden zijn, dergelijke beslissing slechts kan gebeuren mits toestemming van de moedervernootschap, waarbij die toestemming dan gebeurlijk met toepassing van de procedure van art. 524 § 2 en 3 gegeven zal worden).

<sup>42</sup> Minstens in de eerste jaren na de invoering van art. 524 W. venn. werd door de (raadssecretarissen van) genoteerde ondernemingen geklaagd over de vertragende werking van het artikel en de papierwinkel die het veroorzaakte.

<sup>43</sup> Brussel 15 september 1992, *TRV* 1994, 275, noot A. François.

<sup>44</sup> Zie art. 17bis van de toenmalige wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnamebiedingen, zoals ingevoerd door art. 45 van de wet van 18 juli 1991 (*B.S.* 26 juli 1991).



vermelden dat zij alleen van toepassing zou zijn op genoteerde of publieke vennootschappen. Bij niet-genoteerde vennootschappen, die de facto uiterst zelden voorwerp van een openbaar bod zullen uitmaken, bestaan er geen redenen om de aandeelhouders over change of control clauses te laten beslissen – maar dat is wel wat uit de huidige letterlijke wettekst voortvloeit<sup>45</sup>. Het verdient daarom aanbeveling het toepassingsgebied van art. 556-557 door een wetswijziging te beperken tot genoteerde vennootschappen.

Andere verschillende regelingen voor genoteerde en niet-genoteerde vennootschappen uit de huidige wetgeving hebben wel zin en worden best behouden:

Indien men comités binnen de raad van bestuur verplicht maakt, heeft het wellicht zin de regeling verschillend te maken voor kleine dan wel grote genoteerde vennootschappen – hoewel de omvang van de raad van bestuur wellicht een zinvoller criterium zou zijn. Tegelijk moet men het perverse effect vermijden dat vennootschappen de omvang van hun raad zouden gaan afstemmen op het vermijden van comités.

Indien men een aantal bindende regels over executive remuneration invoegt, zoals beperkingen op opzeggingsvergoedingen, heeft het inderdaad zin, wegens het verscherpte agency-probleem, deze te beperken tot genoteerde vennootschappen; behalve wat het remuneratiecomité betreft, lijkt het onderscheid groot-klein hier niet relevant. Wanneer, zoals in dit geval, een regel aan genoteerde vennootschappen opgelegd dient te worden omdat deze met andere agency-problemen geconfronteerd worden dan niet-genoteerde, is de free float op de keeper beschouwd in theorie een beter criterium dan het onderscheid groot-klein om het toepassingsgebied van de regel af te bakenen. Maar het is een concept dat wellicht in de praktijk niet hanteerbaar is, omdat de free float tamelijk vlug kan evolueren en het moeilijk voorstelbaar is dat vennootschappen gedwongen worden zich meteen organisatorisch aan te passen aan een gewijzigd free float –percentage; een aantal aspecten van controlewijzigingen, die (veel) zeldzamer zijn (maar soms wel een impact op de free float hebben), wordt al geregeld door de overnamewetgeving.

## 7. Conclusie

De conclusie kan kort zijn. In deze bijdrage bevelen wij aan:

Het concept “vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen doet of gedaan heeft” af te schaffen, maar de regels die nu voor deze groep NV’s geldt, te behouden en toe te passen op alle genoteerde vennootschappen

Het begrip “genoteerde vennootschap” voortaan te definiëren als vennootschap waarvan aandelen of effecten die recht geven op de verwerving van aandelen genoteerd zijn op een gereguleerde markt

Notering van alleen maar andere effecten dan aandelen of effecten die recht geven op de verwerving van aandelen, zou bijgevolg niet langer aanleiding geven tot de status van genoteerde vennootschap, maar enkele voorschriften, vooral in verband met de jaarrekening en de controle ervan door een externe auditor zouden ook op deze groep van vennootschappen van toepassing moeten zijn

---

<sup>45</sup> Hierover M. Dalle, “Artikel 556 van het Wetboek van vennootschappen is toepasselijk op elk beding inzake controlewijziging (change of control clause) ten laste van een naamloze vennootschap”, *TRV* 2004, 87.



Waar het Wetboek van vennootschappen vandaag een onderscheid maakt tussen kleine en grote genoteerde vennootschappen, is dit onderscheid nuttig en verdient het aanbeveling dit te behouden

Er zijn een (beperkt) aantal wetsbepalingen die vandaag een andere regeling bevatten voor publieke/genoteerde en niet-genoteerde vennootschappen waar dat niet gerechtvaardigd is. Te denken valt in de eerste plaats aan art. 523 W. venn. Art. 556 -557 W. venn. daarentegen (change of control clauses) zouden alleen op genoteerde vennootschappen toepasselijk mogen zijn.

Het zou niet nuttig zijn te pogen het ganse of zelfs maar delen van het kapitaalmarktrecht (bv. transparantiewetgeving; regels over marktmisbruik) in het W. venn. te incorporeren, noch is het opportuun om te pogen het toepassingsgebied van de verschillende kapitaalmarktregels te harmoniseren. Wel dringen zich een beperkt aantal wijzigingen op inzake de squeeze-out, vooral om de bieder de mogelijkheid te geven de houders van alle mogelijke effecten te dwingen deze aan hem over te dragen, zodat de vennootschap haar publiek statuut verliest.

## **ANNEX**

**Overzicht van de bepalingen naar huidig recht toepasselijk op genoteerde en publieke vennootschappen.**

**Opgemaakt door EUBELIUS**

# Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, 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 output of the Financial Law Institute's researchers 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.