

**RONDGANG LANGS ENKELE
VENNOOTSCHAPSRECHTELIJKE ONTWIKKELINGEN
OVER DE PERIODE 1964 - 2000**

door

E. WYMEERSCH
buitengewoon hoogleraar
Universiteit Gent

Wanneer men in het jaar 2000 terugblijkt naar het vennootschapsrecht en het vennootschapswezen over de laatste 35 jaar, stelt men vast hoezeer deze zich tegen verhoogde snelheid hebben ontwikkeld. Deze evolutie heeft beslist nog geen eindpunt bereikt. De terugblik laat toe enkele krachtlijnen te identificeren.

1. Midden de jaren zestig was het vennootschapsrecht, althans voor zover zichtbaar, een vrij rustig bezit(1). De laatste grote wetgevende hervorming dateerde van 1935 toen de gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen werden vastgesteld. Zij hebben het raamwerk geleverd voor de vennootschapswetgeving tot en met het begin van 2001. Deze wetgeving heeft geleid tot onuitputtelijke rechtspraak, die op haar beurt aan de grondslag ligt van gezaghebbende commentaren en overzichten(2).

Het debat rond de Europese richtlijnen werd opgestart: het werkschema werd klaargemaakt, en droeg een duidelijke stempel van Duits recht, de rechtsorde waarin de laatste grote hervorming werd afgerond(3). In die tijd werden de richtlijnen zonder al te grote discussie aanvaard: de vooruitgang van de Europese integratie zou ook verlopen over de weg van de toenadering op het stuk van de vennootschapswetgeving(4). Meteen werden ook verdragen gepland, onder meer inzake wederzijdse erkenning van rechtspersonen, verdrag dat, zoals

(1) Dit wil niet zeggen dat tussen 1935 en 1965 geen wijzigingen in de wetgeving werden aangebracht: in 1958 betreffende het maatschappelijke doel, in 1961 betreffende de inbrengen in natura, in 1962 betreffende de converteerbare obligaties en in 1967 betreffende de omzetting van vennootschappen.

(2) Vooral door J. RONSE alleen en c.s. in *T.P.R.* 1964, 1967, 1978 en 1986; later door K. GEENS c.s., *T.P.R.* 1993 en 2000.

(3) Met name het Aktiengesetz 1965.

(4) Zie b.v. *Het bundel Europees vennootschapsrecht*, postdoctorale leergang, K.U. Leuven, 1969.

bekend is vastgelopen op de gewijzigde Nederlandse houding inzake toepassing van het aanknopingspunt inzake toepasselijk recht op de vennootschappen.

In 1968 had de van overheidswege ingestelde hervormingscommissie haar taak beëindigd: tegen het einde van het decennium zou dit leiden tot wat later als het Grote Hervormingsontwerp werd aangeduid. De aanduiding van deze commissie met een algemene opdracht van hervorming van het Belgische vennootschapsrecht heeft vermoedelijk geleid tot de grote stabiliteit die het vennootschapsrecht heeft gekend tot laat in de jaren tachtig.

2. Een eerste grote wijziging kwam in 1973, met de wet van 6 maart 1973, waarbij de eerste Europese richtlijn in het Belgische recht werd ingevoerd(5). De wetgever nam een aantal belangrijke opties: aldus werd de nieuwe wetgeving gelijkelijk op de N.V. en P.V.B.A. toegepast, een constante in de latere wetgeving.

Deze richtlijn, ofschoon sterk geïnspireerd op het Duitse recht, leidde niet tot een revolutie in het Belgische vennootschapsrecht: enkele van de nieuwe wetsbepalingen hadden reeds voorheen erkenning gevonden in de rechtspraak. Aldus de regel waarbij aan de *ultra vires* leer enkel de functie van een bevoegdheidsbeperking werd toegekend(6). Andere voorschriften zouden een nuttige vereenvoudiging met zich brengen: aldus kwam een einde aan de jarenlange strijd rond de vennootschap in feite, die met het arrest „Dulière” zijn erkenning in de rechtspraak heeft gevonden. De hervorming is nuttig gebleken: de problematiek is geheel uit onze rechtsorde verdwenen. De leer van de nietigheden is een thema dat vooral dienstig is voor rechtsgeleerde uiteenzettingen(7) en voor moeilijke examenvragen.

In 1973 hadden enkele juristen doemscenario's uitgedacht, hoofdzakelijk inzake de niet-tegenwerpelijkheid van de bevoegdheidsbeperkingen. Ontrouwe bestuurders zouden het gehele vermogen van de vennootschap kunnen vvreemden buiten het medeweten van de raad van bestuur. Vijfendertig jaar later blijkt dat nagenoeg geen rechtspraak betreffende deze problematiek te vinden is. Dit betekent niet dat de wettelijke bestuursregeling, die toen werd ingevoerd, voldoende schenkt: in 2001 zal de regering een ontwerp bij het parlement

(5) De gezaghebbende commentaar blijft J. RONSE, *De vennootschapswetgeving*, 1973.

(6) Cass. 17 mei 1968, *R.P.S.* 1968-69, nr. 5432, 144, met concl. Eerste Adv. gen. GANSHOF VAN DER MEERSCH.

(7) Zie K. GEENS, „De nietigheid bij de oprichting van een vennootschap”, *T.P.R.* 1990, 1631.

indienen om de rechtspositie van het directiecomité nader te regelen(8).

Minder opgemerkt, doch beleidsmatig significant was de wijziging die de wetgever, in artikel 54 aanbracht in de verhouding tussen raad van bestuur en algemene vergadering: ofschoon artikel 70 niet werd aangepast en derhalve nog steeds luidt dat „de algemene vergadering van de aandeelhouders de meest uitgebreide bevoegdheid heeft om de handelingen die de vennootschap aangaat te verrichten of te bekrachtigen”, werd de primauteit van de raad van bestuur duidelijk vooropgesteld. De contradictie tussen beide regelen is door de rechtsleer aan de hand van de „*lex posterior*” regel weggeïnterpreteerd. Hiermee werd uitdrukking gegeven aan het heersende rechtsgevoel(9).

3. In 1964 deed zich een eerste, opmerkelijk geval voor van een openbaar bod op de aandelen van een beursgenoteerde vennootschap(10). Het was de voorbode van een evolutie die niet meer te stuiten zou zijn: de toenemende invloed van de effectenmarkten, en, in het kielzog van de markten, van de effectenreglementering(11) op het vennootschapwezen en -recht.

De wetgever had, in een bepaling die aan de aandacht van de bieder was ontgaan, de Bankcommissie principiële bevoegdheid verleend dit soort verrichtingen, te overzien(12). Onder leiding van de commissie werd na enige discussie een akkoord tussen bieder en doelvennootschap bereikt: het heeft jarenlang dit deel van het Belgische financiële landschap getekend. De afkeer voor participatieverwervingen tegen de wil van de doelvennootschap zou voor lange tijd de zienswijze van de wet- en regelgever beheersen(13).

Enige tijd later rapporteerde deze commissie over haar zienswijze bij overdracht van een controleparticipatie tegen een meerprijs ten aanzien van de beurskoers: bij wijze van aanbeveling verdedigde zij de

(8) Zie het Ontwerp Corporate governance, *Kamer* 27 april 2001. Ontwerp nr. 1211/001, raadpleegbaar op <http://www.dekamer.be/documents/1211/1.pdf>, gesteund op het verslag van de Commissie De Grauwe, zie verder nt. 26.

(9) Met de wet van 7 mei 1999 is dit argument weggevallen: men kan hetzelfde resultaat bereiken door te verwijzen naar de historische oorsprong van de huidige artikelen 522 en 531 W. Venn.

(10) Zie G. SCHRANS, „Het openbaar koopaanbod van aandelen aan toonder”, *T.P.R.* 1965, 1.

(11) E. WYMEERSCH, „Harmonisering van de effectenreglementering in de Europese Gemeenschap”, *T.P.R.* 1982, 81.

(12) Met name art. 22, § 2, W. 10 juni 1964.

(13) Hiervan treft men talrijke sporen aan in het K.B. van 8 november 1989. Dit niettegenstaande de inmiddels ruim verspreide ervaring dat vanuit economisch en efficiëntie standpunt, overnamebiedingen leiden tot een meer optimale allocatie van de productiemiddelen.

opinie dat de koper verplicht was een openbaar bod uit te brengen op alle resterende aandelen, tegen de hoogste prijs die hij voor de aandelen had betaald, op grond waarvan hij de controle had verworven(14). Afschrikking van de koper, ontsluiting van de ingesloten minderheidsaandeelhouders van de doelvennootschap, bescherming tegen buitenlandse overnames, al dat kon in de feitelijke gevolgen van deze beleidslijn worden gelezen. Later zou deze aanbeveling in verschillende gevallen worden opgevolgd, in andere dan weer genegeerd. De regel van het verplichte overnamebod was geboren(15).

4. Op 5 december 1979 werd, na 10 jaar stilzitten, het Grote Ontwerp officieel als parlementair document(16) ingediend en gepubliceerd: het was het resultaat van een regeringscommissie in 1951 aangesteld met als opdracht een algehele hervorming van het Belgische vennootschapsrecht voor te bereiden, in navolging van wat in Duitsland (1965), Frankrijk (1966) en Nederland (Boek 2- 1976) werd voorbereid of vastgesteld. De werkzaamheden van de commissie waren vertrouwelijk, wat er toe heeft geleid dat haar gedachtengoed weinig in de deskundige opinie is doorgesijpeld. Eerst in 1979 hebben velen voor het eerst kennis kunnen nemen van deze boeiende voorstellen. Doch inmiddels was de hervorming reeds ten dele door de realiteit voorbijgestoken.

Het parlement heeft deze tekst nooit op zijn agenda geplaatst: was het omdat het ontwerp niet meer aangepast was aan de laatste ontwikkelingen, omdat er geen oplossingen in voorkwamen voor recente tendensen zoals de medezeggenschap, of het groepswezen, of nog omdat het te veel gezien werd als een ontwerp dat technische oplossingen moest brengen voor betwistingen die in de rechtsleer waren gerezen? Ook vandaag nog lijdt het vennootschapsrecht onder de toen gemiste kans(17).

5. De ontwikkeling van het boekhoudrecht kan hier niet onvermeld blijven: tussen 1975, met de invoering van de boekhoudwet van 17 juli 1975 tot 1990, met de uitvaardiging van de reglementering op de

(14) De eerste uitspraken dateren van 1965, zie Bankcommissie Jaarverslag 1965, p. 106 e.v.; in het jaarverslag voor 1978-79, p. 103 e.v. gaf de commissie een overzicht van haar doctrine.

(15) Hiermede ging de Belgische Bankcommissie, de andere regelgevers op het continent, en vermoedelijke in geheel Europa vooraf.

(16) *Parl. St. Kamer*, nr. 387, 1979-1980, nr. 1.

(17) Wat niet heeft verhinderd dat verschillende bepalingen ervan later werden ingevoegd in de wetgeving, waardoor de coherentie van het geheel niet werd bevorderd.

geconsolideerde jaarrekeningen(18) werd massaal aandacht besteed aan de ontwikkeling van dit essentiële beleidsapparaat(19). De boekhoudplicht werd zeer ruim opgelegd: alle ondernemingen dienden een boekhouding te voeren, en ook kleine vennootschappen dienden jaarrekeningen op te stellen. Samen met de voorschriften inzake openbaarheid van de jaarrekeningen, werd een systeem van transparantie van de financiële toestand van de ondernemingen ontwikkeld die tot de meest performante in Europa behoort.

Indien inzake regelgeving de maturiteit in België werd bereikt, kondigt zich thans een nieuwe fase in de ontwikkeling van de boekhoudvoorschriften aan. Onder druk van de internationalisatie van de ondernemingen en van de financiële markten, zullen de Belgische boekhoudregelen stilaan aan betekenis verliezen, om vervangen te worden door de IAS, de International Accounting Standards. Dit proces op lange termijn kan leiden tot vergaande internationale convergentie. De verplichte omschakeling — tegen 2005 — betreft vooralsnog enkel de geconsolideerde rekeningen. Men kan evenwel vermoeden dat op termijn het gehele jaarrekeningenwezen op deze internationaal aanvaarde normen zal overschakelen. Dit kan enkel het vertrouwen in de ondernemingen — en dus hun kredietwaardigheid — versterken. De drijvende kracht van de financiële markten strekt ertoe dat ook op dit vlak België, en zelfs de EU zijn zelfstandige normeringsbevoegdheid toenemend zal verliezen.

6. In 1984 volgde een tweede stap op de weg naar de harmonisering van het vennootschapsrecht: een wet van 4 december 1984 gaf uitvoering aan de verplichtingen die voor België voortvloeien uit de Tweede richtlijn, die de kapitaalbescherming in de N.V. tot voorwerp had. Gewoontegetrouw werden de meeste van deze regelen ook op de P.V.B.A. toegepast.

Enig debat rond de wenselijkheid van de regelen die in de tweede richtlijn vervat staan, of later in de Belgische wetgeving werden ingevoerd, werd toen niet gevoerd: het volstond de Europese richtlijn getrouw om te zetten. Ook op Europees vlak werd de vraag naar het wezen en de noodzaak van de kapitaalvereiste niet gevoerd: de Duitse doctrine had aanvaard dat het kapitaal het sluitstuk was van de

(18) K.B. 6 maart 1990.

(19) Van deze aandacht treft men duidelijke sporen aan in het T.P.R.: zie E. DE LEMBRE, „De boekhouding van de ondernemingen”, *T.P.R.* 1974, 401; S. VAN COMBRUGGE, „Boekhoudrecht en boekhoudtheorie”, *T.P.R.* 1981, 973; E. DE LEMBRE, *Recente hervormingen in het Belgische boekhoudrecht en in de informatieverwerking*, *T.P.R.* 1986, 305; K. VAN HULLE, *Ontwikkelingen in het jaarrekeningenrecht*, *T.P.R.* 1986, 321.

schuldeisersbescherming en de basis voor de relaties tussen de aandeelhouders. Ook in de andere lidstaten speelde het kapitaal een — weliswaar minder belangrijke — rol.

De wet van 1984 voerde een omvangrijk regelenapparaat in dat niet enkel de schuldeisersbescherming tot doel had, maar tevens wezenlijk ingreep op de relaties tussen de aandeelhouders. De voorschriften inzake het voorkeursrecht van de aandeelhouders, het quasi-verbod van inkoop van eigen aandelen, de beperkingen op kruisparticipaties, zijn allen regelen die wel reeds voorheen in de bankcommissiepraktijk onder de vorm van een aanbeveling ter sprake waren gekomen. De richtlijn kon beschouwd worden als de juridisering van de bestaande praktijk(20).

7. Inmiddels heeft het vennootschapswezen zich aanzienlijk ontwikkeld: meer aandacht wordt geschonken aan de weerslag die de markten, hoofdzakelijk de aandelenmarkten, op het gedrag van de vennootschappen kunnen uitoefenen. De logge *ex ante* bescherming die uit de richtlijn voortvloeit kan in verschillende gevallen evenzeer verzekerd worden door een meer soepele *ex post* bescherming, die het resultaat is van de invloed van de marktkrachten op het bestuur van de vennootschappen. Het is eerst in economisch-juridische geschriften dat kritiek is losgekomen op het nut van het maatschappelijk kapitaal als techniek ter bescherming van schuldeisers en aandeelhouders(21). Inmiddels is gebleken dat deze richtlijn, en vooral de omzetting ervan in de nationale rechtsorde tot een dusdanig stroef bestel heeft geleid dat deze regelen als verlamdend worden ervaren voor de ontwikkeling van de vennootschappen(22).

De Europese Commissie is zich bewust van de tol die deze stroefheid eist. Zij heeft daartoe een actie gelanceerd, bekend als SLIM (*Simpler Legislation for the Internal Market*), die ertoe heeft geleid dat voorstellen ter vereenvoudiging van het bestel van de Tweede richtlijn werden geformuleerd(23).

(20) S. FREDERICQ, „Recente ontwikkelingen in het Belgisch vennootschapsrecht onder invloed van het Europese recht”, *T.P.R.* 1986, 551.

(21) Zie in die zin: F. KÜBLER, *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, 62 e.s. en F. KÜBLER, M. MENDELSON, R.H. MUNDHEIM, *Die Kosten der Bezugsrechten. Eine rechtsökonomische Analyse des amerikanischen Erfahrungsmaterials*, AG, 1990, 461; L. ENRIQUES, „As simple as it may be: the case against the Second Company Law Directive Provisions on Legal Capital”, Bologna, 2000; E. FERRAN, „Legal capital rules and modern securities markets: the case for reform, as illustrated by the UK equity markets” en F. KÜBLER, „The rules on capital under the pressure of the securities markets”, conferentie te Siena, 30-31 maart 2000.

(22) Zie hierover K.J. HOPT in BUXBAUM en HOPT, *Legal Harmonization and the Business Enterprise*, Berlijn, 1988, 235, 242.

(23) Het verslag van deze werkgroep kan worden geraadpleegd op <http://www.law.rug.ac.be/fli/WP/SLIM.pdf>.

Vooral in deze materies heeft de ontwikkeling van de financiële markten een drijvende rol gespeeld: vele grote vennootschappen die over overmatige liquiditeiten beschikken, verkiezen deze aan hun aandeelhouders uit te keren, onder de vorm van de — fiscaal gunstige — inkoop van eigen aandelen, waarmede ook de koers van hun aandelen wordt ondersteund. De markten straffen vennootschappen af die zonder geloofwaardige redenen excedentaire liquiditeiten blijven aanhouden. Het is op de achtergrond van deze ontwikkelingen dat men het voorstel dient te begrijpen luidens hetwelk de inkoop van eigen aandelen niet langer beperkt zou worden tot een bepaald percentage van het uitstaande aandelenkapitaal, doch door het bedrag van het niet-uitkeerbaar eigen vermogen. De achterliggende gedachte is dat het voor de schuldeisersbescherming weinig verschil maakt op welke wijze de vennootschap gelden uitkeert, het weze als dividenden, of bij wijze van inkoop eigen aandelen, of op een andere wijze. De regel zou enkel gelden voor beursgenoteerde vennootschappen, waar tegen de marktprijs kan worden ingekocht. Andere regelen zoals het strenge verbod van financiering van aandelen door derden, zijn aan heroverweging toe: zij steunen op een verdraaiing in de onderliggende redenering, en werden op verzoek van het Verenigd Koninkrijk in de richtlijn ingevoegd(24). De regeling zal in het V.K. eerlang worden opgeheven, althans binnen de grenzen die de richtlijn toestaat(25). Aldus zou, minstens ten dele, een einde komen aan een voorschrift dat zonder duidelijke redenen, wenselijke MBO's onmogelijk heeft gemaakt, zonder de bescherming van de schuldeisers in het gedrang te brengen.

8. In dezelfde legislatuur, met name met de wet van 21 februari 1985 werd ook het bedrijfsrevisorat hervormd: de functie van de bedrijfsrevisor bij de grotere vennootschappen en bij de ondernemingen met ondernemingsraad werd bevestigd. Deze evolutie steunt op het inzicht dat de bedrijfsrevisoren een essentiële rol vervullen in de vertrouwensopbouw waarop de actie van de ondernemingen moet steunen. Indien dit vertrouwen wordt geschokt kan niet enkel het beroep, de gecontroleerde onderneming, maar het vennootschapswezen in zijn geheel aanzienlijke schade lijden.

In de wet van 1985 werd de rol van de bedrijfsrevisor en van het IBR verstrekt. Evenwel werden in het statuut een aantal zwakheden inge-

(24) Zie E. WYMEERSCH, „Art. 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company” in J. BASEDOW (Ed.), *Festschrift für Ulrich Drobnig*, Tübingen, Mohr, 1998, 725-749.

(25) *Company Law Review*, Modern Company Law, Company Formation and Capital Maintenance, October 1999, 146 ev.

bouwd, onder meer inzake gedwongen ontslag van de revisor, diens onafhankelijkheid en inzake professioneel toezicht. Deze hebben ertoe geleid dat deze hervorming niet het verhoopte resultaat heeft opgeleverd. Het reeds vermelde ontwerp van wet zal hiertoe een nieuwe kans bieden(26). Maar een meer omvattende reflectie wordt noodzakelijk.

9. Met de wet van 14 juli 1987 werd de eenpersoonsvennootschap uiteindelijk in onze rechtsorde geofficialiseerd. Hiermede werd een einde gesteld aan een dubbelzinnige toestand: in menige vennootschap was er in feite maar één vennoot. Meteen kwam ook een einde aan de — ruim verspreide — rechtspraak die de feitelijke eigenaar van talloze P.V.B.A.'s aansprakelijk stelde voor het faillissement van zijn vennootschap(27). Meteen werd de P.V.B.A. de „besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid”.

De wetswijziging heeft wel een aantal beperkingen ingevoerd op het gebruik van de eenpersoons-B.V.B.A. waarvan de verantwoording enkel terug te vinden is in de historische oorsprong van het wetsontwerp, met name het wetsontwerp betreffende de eenpersoonsonderneming met beperkte aansprakelijkheid. Nadat kwam vast te staan dat het beleidsmatige doel evenzeer bereikt kon worden aan de hand van een beperkte aanpassing van de B.V.B.A.-wetgeving, werd laatstgenoemd wetsontwerp afgevoerd, evenwel met behoud van enkele kenmerken. Deze zijn blijven voortleven in de huidige wetgeving: aldus de regel dat men geen twee eenpersoons-B.V.B.A.'s mag bezitten. Het wetgevingsproces verloopt niet altijd langs rationele wegen.

De invoering van de eenpersoonsvennootschap heeft er ook toe geleid dat de banden met het contractenrecht aan herziening toe waren. De scholenstrijd tussen „de vennootschap als overeenkomst” en de „vennootschap als instituut”(28) leek beslecht: de vennootschap kon eenhoofdig bestaan, en was derhalve geen overeenkomst.

Inmiddels kwam van economische zijde het vernieuwende inzicht opdagen dat de vennootschap ook als een „*nexus of contracts*” kan worden geanalyseerd, waarbij uiteenlopende partijen, inclusief kre-

(26) COMMISSIE DE GRAUWE, „Naar een beter bestuur van de Belgische vennootschappen, Verslag van de regeringscommissie Corporate Governance”, 20 maart 2000.

(27) De rechtspraak inzake de doorbraak naar de achterman (zie Cass. 26 mei 1978, *A.C.* 1978, 1140, *R.W.* 1978-79, 850, nt. H. BRAECKMANS; en Cass. 12 februari 1981, *A.C.* 1980-1981, 668) heeft inmiddels nagenoeg geen toepassingsgevallen meer gekend.

(28) Y. MERCHIEERS, „De vennootschap, juridisch kader voor de onderneming in haar maatschappelijke dimensie”, *T.P.R.* 1988, 357.

dietgevers, werknemers, enz. hun rechtspositie onderhandelen. Deze zienswijze heeft, samen met de „agency theory” aanleiding gegeven tot heel wat boeiende inzichten(29).

10. De hervorming van de coöperatieve vennootschap in 1991(30), levert een duidelijk voorbeeld van de concurrentie tussen reguleringen, in casu tussen rechtsvormen. De coöperatieve vennootschap was een ondergereguleerde rechtsvorm: oprichting bij onderhandse akte, geen precies aanvangskapitaal, zeer soepele organisatievorm. Het gevolg was een daverend succes, gevolgd door een spectaculaire stijging van de faillissementen van manifest ondergekapitaliseerde en ondoordachte vennootschappen(31). De wetgever greep in: de notariële akte werd verplicht gesteld, en het aanvangskapitaal bepaald op dezelfde drempel als voor de B.V.B.A. Het eindresultaat: een spectaculaire daling van het aantal oprichtingen, en naar men kan vermoeden, op termijn, een zelfde insolventieratio als voor de andere vennootschapsvormen.

11. De jaren 1988-1989 moeten worden gezien als een van de scharnierpunten in de ontwikkeling van het vennootschapsrecht: het is de periode van de grote overnamebiedingen. De felle beursstrijd rond de Generale Maatschappij(32), maar ook enkele andere minder beruchte zaken, hebben in het vennootschapswezen diepe wonden geslagen, die ook vandaag nog blijven nazinderen.

De wetgever reageerde met — laattijdige — regulering: de verplichte declaratie van belangrijke deelnemingen in beursgenoteerde vennootschappen moest de geheime voorbereiding van agressieve overnames onmogelijk maken; de overnamestrijd moest duidelijk worden afgebakend en de rol van de antagonisten afgelijnd. Om Belgische ondernemingen te beschermen dienden duidelijke verweermiddelen inge-

(29) M. JENSEN en H. MECKLING, „Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 1976, 310; „Chapter 1, The corporate contract” in F. EASTERBROOK en D. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991, 1-39; S. CHEUNG, „The contractual nature of the firm”, *J. of Law, Economics and Organization* 1983, 6-10; M.A. EISENBERG, „The conception that the corporation is a nexus of contracts, and the dual nature of the firm”, *Delaware Journal of Corporation Law* 1999, 819.

(30) W. 20 juli 1991, *B.S.* 1 augustus 1991.

(31) Voor enkele cijfergegevens zie onze studie in: *Miskende vennootschapsvormen*, Kluwer, 1991.

(32) A. BENOÎT-MOURY, „Cerus – De Benedetti contre la Société Générale de Belgique. Les grandes étapes juridiques d’une saga financière”, *J.T.* 1988, 217-239.

steld(33). Tenslotte werd het verplichte overnamebod, voorheen een regel van goed gedrag, in de wet zelf ingeschreven. Het financieel-rechtelijke deel(34) van deze wetgeving werd in 1989 verwezenlijkt, het vennootschapsrechtelijke deel in 1991(35).

12. Uit deze voor velen nog levendige herinneringen kan men enkele lessen trekken:

- de overnamebiedingen zijn oorlog; zij moeten het voorwerp zijn van strikte regulering, die met besliste hand wordt afgedwongen. In het V.K. is hiertoe enkel *ex post* gerechtelijk toezicht mogelijk(36). Bij ons laat artikel 144 van de Grondwet niet toe dat de toetsing door de rechter eerst achteraf zou geschieden. Inmiddels moeten de verhoudingen tussen het administratieve toezicht en de bepaling van de rechten en plichten van de partijen door de gemeenrechtelijke rechtsmachten duidelijk gesteld worden.
- overnames door buitenlandse bidders roepen hevige verweerimpulsen in het leven: dit is het beruchte verankeringsdebat. In Europa kunnen zij niet worden geweerd: de regelen van vrije vestiging zijn hier van toepassing. Enkel de aandeelhouders kunnen beoordelen of zij de vennootschap in eigen handen willen houden.
- elke regulering van overnames is voor verbetering vatbaar. De regulering die in 1989 werd ingevoerd is het voorwerp geweest van soms hevige kritiek. Meer soepele aanpassingen zijn noodzakelijk. Maar dat men zich geen illusies make: elke aanpassing houdt rekening met de laatste, niet met de lopende stand van oorlogsvoering.
- veeleer dan gedragsnormen, die steeds voor betwisting vatbaar zijn, heeft de markt behoefte aan transparantie, zowel voorafgaand aan een bod, als tijdens de biedperiode. Deze moet wettelijk worden opgelegd.

(33) Zie voor de pré-1991 periode: K. GEENS, „De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen de meerderheid opgezette beschermingsconstructies”, *T.P.R.* 1989, 33.

(34) W. 2 maart 1989 en K.B. 10 mei 1989 en K.B. 8 november 1989.

(35) Zie K. BYTTEBIER, „Juridische bescherming tegen een (buitenlandse) overname”, *T.P.R.* 1993, 759.

(36) Zie de Datafin beslissing van de House of Lords: *R. v. Panel on Take-overs and Mergers, ex parte Datafin plc* [1987] Q.B. 815.

13. De invoering van een verplicht bod, dat voortaan wettelijk(37), en niet enkel bij wijze van aanbeveling zou worden opgelegd, was ongetwijfeld een van de meer diepgaande wijzigingen in het Belgische vennootschapsrecht. De regel van het verplichte bod is vooreerst een machtig wapen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders: de waardering van hun aandelen heeft zich aangepast aan de controlepremie waarop zij voortaan *ex lege* aanspraak kunnen maken. Doch de effecten zijn niet alleen gunstig geweest: in de jaren voorafgaand en kort volgend op deze wetgeving ziet men dat grootaandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen hun belangen hebben opgedreven, teneinde de controle te versterken en elk risico op een overnamebod te verminderen. Het beste verweer tegen een overnamebod is een meerderheidsparticipatie.

De regel van het verplichte overnamebod op alle aandelen van de doelvennootschap leidt er verder toe dat grotere participaties in een aantal beursgenoteerde vennootschappen niet meer verkoopbaar zijn, tenzij aan grote buitenlandse groepen die in staat zijn voldoende liquiditeiten te mobiliseren, of — voor zover een ruilbod wordt overwogen — waarvan het aandelenkapitaal niet overmatig zal worden gedilueerd ten gevolge waarvan de bestaande aandeelhouders in opstand zouden komen. De leegloop van de Brusselse beurs, door de overname van de naar Belgische normen belangrijkste vennootschappen, is hiervan een tastbaar bewijs.

Bij de beleggersbeschermende werking van de regel kan men vraagtekens(38) plaatsen: de regel versterkt immers de macht van de controleaandeelhouder, vermits hij de enige is die beslist over de toekomst van de vennootschap, of er al dan niet verkocht wordt en tegen welke prijs. Indien hem dit goed uitkomt, zal hij een fusie verkiezen.

Vanuit het oogpunt van de economische efficiëntie wordt tegen het verplicht bod kritiek uitgebracht: waarom iemand verplichten alle aandelen te verwerven, indien hij vanuit economisch oogpunt zijn doelstelling kan bereiken met de aankoop van een deel ervan(39). Het verplichte overnamebod is daarom in de Amerikaanse markten nageoeg onbekend.

(37) Art. 41, K.B. 8 november 1989.

(38) Zie voor de argumentering: E. WYMEERSCH, „Verplichte overnamebod. Een kritische ontleding”, *Bank Fin.* 1992, 85-98.

(39) Zie voor de kritische geschriften: BEBCHUK, 109, *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 957, vgl. KAHAN, *The Journal of Law, Economics and Organizations*, 9 (1993) 369.

Wat er ook van zij, men kan enkel vaststellen dat zowel in België als in de andere EU landen de regel ruim wordt aanvaard: de 13de richtlijn zal hem in algemene termen invoeren. Het komt dan de lidstaten toe te bepalen vanaf welke drempel deze verplichting zal gelden. Een vaste drempel (b.v. 1/3) valt te verkiezen boven het huidige op controleverwerving gesteunde criterium vanuit het oogpunt van de transparantie en de voorspelbaarheid.

14. In 1991 stelde de wetgever een nieuwe bladzijde vast in het feuilleton van de naweeën van de Generale zaak. De wetten van 18 en 20 juli 1991 hebben het vennootschapsrecht op talloze plaatsen dooreen geschud: essentiële beginselen worden gewijzigd om bijzondere voorschriften te verantwoorden, onduidelijke, zelfs nutteloze bepalingen werden ingevoerd. De graad van verwarring nam toe nadat gebleken is dat heel wat wetsbepalingen moesten worden aangepast. Een reparatiewet — de wet van 13 april 1995 — werd noodzakelijk: hij wordt bij wijze van parlementair voorstel aan de Kamer voorgelegd, wat elke deskundige kritiek van de Raad van State vermijdt.

Hier kan een voetnoot bij het legistische proces worden geplaatst: na het Grote Hervormingsontwerp van 1979 werd geen van de latere wetswijzigingen in dit gebied aan een deskundigencommissie voorgelegd. Zij zijn het resultaat geweest van diverse initiatieven, van heel wat lobbying en aanpassingen op de valreep. Deskundige inbreng, of afweging met andere takken van het recht(40) werden geweerd. Het gevolg is duidelijk: de coherentie van het systeem is verzwakt, de betekenis van heel wat bepalingen kan zelfs niet uit de parlementaire besprekingen met duidelijkheid achterhaald worden, de techniciteit en dus de onzekerheid nemen toe, de betwistingen navenant.

De „macro”-kostprijs van dergelijke onvoldoende uitgerijpte hervormingen van het ondernemingsapparaat kan niet duidelijk worden bepaald. Hij kan enkel worden afgeleid uit onderzoeken naar de lange-termijn trends, zoals reeds vermeld, uit de concentratie van aandeelhouderschap, de overnametrend van belangrijke beursgenoteerde vennootschappen. Doch men kan vermoeden dat deze kost aanzienlijk is geweest, temeer nu de vennootschapssystemen heviger met elkaar in concurrentie treden.

(40) Eerst met de wetten op het gerechtelijk akkoord (Wet van 17 juli 1997 betreffende het gerechtelijk akkoord, *B.S.* 28 oktober 1997) en het faillissement (Faillissementswet van 8 augustus 1997, *B.S.* 28 oktober 1997) werd de band tussen vennootschapsrecht en insolventierecht, zij het beperkt, erkend.

Om de legistische kwaliteit van de wetgeving te verbeteren werd voorgesteld een wetgevende coördinatie van de bestaande bepalingen door te voeren. Het resultaat, met de wet van 7 mei 1999 is een maximaal uitgesponnen wetgeving, van maar liefst 878 artikelen. Deze nieuwe wetgeving is geen coördinatie geweest: op talloze punten werden kleine wijzigingen aangebracht, ongetwijfeld ter verbetering van de bestaande bepalingen. Een nieuwe reeks reparatiebepalingen is in voorbereiding(41). „*Total quality*” is onze wetgever niet bekend. Dit leidt tot toenemende destabilisering. Om vele redenen, waaronder de maatschappelijke kost, moet onzekerheid zoveel mogelijk uit wetgeving geweerd worden. Wetgeving is achter alles slechts een afspraak betreffende de wijze waarop de zaken kunnen georganiseerd worden. Indien de afspraak telkens opnieuw eenzijdig, en vooral op ondoorzichtige wijze, wordt gewijzigd, komt deze wezenlijke functie in het gedrang.

15. De wetten van 1991 en 1995 hebben enkele basisevenwichten in de structuur van de vennootschappen geraakt: de verhouding meerderheid minderheid, in België de verhouding controleaandeelhouder — belegger werd gewijzigd in de zin dat de meerderheid een versterkt recht heeft de vennootschap te (be)sturen, en dat de minderheid of de beleggers een aantal instrumenten ter hand werden gesteld om hun positie te verdedigen. De erkenning van de geldigheid van de stemafspraken, van blokkeringsclausules, van bepaalde „*poison pills*”, en verder de duidelijker regulering van het gebruik van winstbewijzen en warrants, kunnen gezien worden als technieken ter versterking van de controlepositie. Anderzijds krijgen de aandeelhouders meer invloed, onder meer door de invoering van een — voor de minderheid ongunstig uitgebouwde — minderheidsvordering, of van regelen inzake gedwongen overdracht en overneming. Verder wordt de functie van de algemene vergadering versterkt door sommige beslissingen aan de raad van bestuur te onttrekken, de aandeelhouders de middelen te verschaffen hun stemrecht op meer nuttige wijze uit te oefenen (volmachten, stemrecht per brief) terwijl diverse instrumenten werden ingebouwd die de invloed van de grootaandeelhouder dienen te beperken (verbod van kruisparticipaties, statutaire stemrechtbeperkingen). De aanvechtbaarheid van beslissingen van de algemene vergadering werd verduidelijkt.

(41) Inmiddels bekendgemaakt als de W. 23 januari 2001 (B.S. 6 februari 2001).

De invoering van de „vennootschap met sociaal oogmerk” als een anomale vennootschapsvorm heeft geleid toe een ingreep in de beginselen, die tot dogmatische incoherentie heeft geleid.

16. De voormelde wetten hebben ook de eerste bouwstenen gelegd van een recht van de groepen van vennootschappen, nadat hierover gedurende verschillende jaren in wetenschappelijke kringen gedebatteerd was geworden(42). De kruisparticipaties werden ten dele verboden, de belangenconflicten in groepen aan voorschriften van „*disclosure*” en correctheid onderworpen. De regel van het verplichte overnamebod, dé ingangscntrole bij opname in een groep van vennootschappen(43), werd — zij het om andere motieven — formeel in de rechtsorde opgenomen.

17. Op deze achtergrond van deze herschikkingen ontwaart men vast dat de verhouding tussen algemene vergadering en de raad van bestuur, die met de wet van 1973 eerder ten voordele van de raad van bestuur was gaan overhellen, opnieuw in de andere richting werd bijgestuurd. De individuele aandeelhouder, in het gewone vennootschapsverband, doch vooral de belegger in de samenhang van overnamebiedingen en herstructureringen, oefent duidelijk meer invloed uit dan voorheen. Deze slingerbeweging naar het „*empowering*” van de aandeelhouders is niet meer weg te denken. De talrijke procedures die werden gevoerd ten verzoeken van individuele aandeelhouders, of van groeperingen van aandeelhouders kunnen dit punt illustreren.

De verantwoording die verlangd wordt van bestuurders van een vennootschap is overeenkomstig toegenomen: dit verwijst naar de toegenomen invloed van de financiële markten, en in dat kader naar het *corporate governance* debat.

18. De druk die van deze nieuw benadering uitgaat is aanzienlijk: de herstructurering van enkele van de belangrijkste Belgische beursgenoteerde vennootschappen, waarbij de moedervernootschap voorstelt de aandelen van de dochtervennootschap over te nemen, in vele gevallen om deze te ruilen tegen aandelen van de moeder kan gezien worden als een praktische methode om de problematiek van de vennootschapsgroepen op te lossen. Door de omvorming van de

(42) Zie de publicaties van het Studiecentrum Ondernemingsgroepen, o.m. Rechten en Plichten van Moeder-en Dochtervennootschappen, Brussel, 1986, 501 p.

(43) Zie betreffende deze gedachte: Forum Europaeum, Konzernrecht in Europa, *ZGR* 1998, 672-772.

beursgenoteerde dochter in een 100% dochtervennootschap wordt de gehele problematiek van de groepen en van de markten vermeden, of verplaatst op het niveau van de beursgenoteerde moeder. De leegloop van de Brusselse beurs valt ook op die grond te verklaren(44). Hij is mede het gevolg van de schaalvergroting die in het Europa van morgen noodzakelijk zal zijn.

19. De ontwikkeling van het vennootschapsrecht wordt, zoals reeds hoger aangestipt, meer en meer beïnvloed door de gebeurtenissen en de regulering in de financiële markten. Dit punt werd reeds enkele malen vermeld in wat voorafgaat. Men kan deze tendenzen vaststellen op het nationale vlak. Zij zijn, zo mogelijk, nog duidelijker op het internationale. Het Belgisch apparaat evolueert niet meer op zichzelf, doch in een samenhang van internationale vergelijking en vooral concurrentie. De markten zijn de belangrijkste vectoren van deze internationalisering. De invloed van de Europese harmonisatierichtlijnen kan hierbij ook vermeld worden als een bijkomende, zij het zwakkere, en soms in tegengestelde zin verlopende, impuls.

Belangrijke onderdelen van het Belgische vennootschapsrecht zijn afkomstig van regelen die initieel in de markten zijn ontwikkeld, vooral door de Bankcommissie. Zij werden, eventueel na eerst opgenomen te zijn in de Europese richtlijnen, in het Belgische recht ingevoerd, dikwijls in verstrengde vorm(45).

De rol van de financiële informatie en van het boekhoudrecht op het bedrijfsbeleid kan niet worden onderschat: bedrijfsleiders worden zich meer en meer bewust van hun verplichtingen tegenover de markten, en van de verwoestende gevolgen van de miskennis ervan. Men denke maar aan de voorschriften inzake voorwetenschap, aan de informatieplichten bij overname — onderhandelingen, de toenemende druk inzake toepassing van correcte boekhoud- en informatieregelen. Inmiddels gelden niet meer de Belgische regelen inzake financiële informatie of inzake jaarrekeningen, doch de op de internationale markten gebruikelijke voorschriften.

Sommige voorschriften kennen nu reeds een meer marktconforme toepassing: inkoop van eigen aandelen wordt als instrument van behoorlijk vennootschapsbestuur erkend, daar waar voorheen een

(44) In het recente verleden heeft dit geleid tot het verdwijnen van onder meer volgende klassieke Belgische vennootschappen: Generale Bank, BBL, Belgolaise, Finoutremer, Petrofina, Royale Belge, Powerfin, CBR, Cobepa, Tractebel, Generale Maatschappij, Fabricom.

(45) Enkele voorbeelden: voorkeursrecht van de oude aandeelhouders, verbod van inkoop van eigen aandelen, regelen inzake kruisparticipaties, verplicht overnamebod.

verbod gold. Bij openbare uitgifte wordt het voorkeursrecht frequent niet toegepast, op grond van correcte marktoverwegingen: uitgiften met voorkeursrecht zijn dikwijls duurder voor de vennootschap en dus voor haar aandeelhouders, dan deze zonder. De recente ontplooiing van het *corporate governance* gedachtengoed kan hier worden vermeld als een van deze marktgedreven ontwikkelingen.

20. De bloei van het *corporate governance* gedachtengoed sluit dit overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen in het vennootschapsrecht voor de laatste jaren af.

Deze gedachtenstroming verschilt niet wezenlijk van de voorgaande: zij vraagt naar beter inzicht in de machtsverhoudingen binnen de vennootschap, het weze tussen de raad van bestuur en het management, of tussen de gebruikelijke dominerende aandeelhouder en de leiding van de vennootschap. De vraag naar de legitimiteit van de macht is de inzet van het debat, de informatie de vector ervan.

De *governance* technieken die werden ontwikkeld hebben tot doel een beter evenwicht te verzekeren tussen de machtscentra in de vennootschap. Vandaar dat dezelfde instrumenten worden gebruikt in systemen met geconcentreerd als in deze met verspreid aandeelhouderschap. De ontwikkeling is sterk gedreven door de financiële markten, en vooral door de institutionele beleggers die hun beleggingsbeslissing laten afhangen van het bestaan van formele codes inzake „*corporate governance*”. Vele landen zien zich daarom verplicht formele regelen van „*soft law*” op te stellen, ongeacht of hun wetgeving terzake reeds gelijkaardige en soms veel duidelijker voorschriften bevat.

Ten gronde verlangt de *corporate governance* gedachtenstroom dat de vennootschappen — waarin institutionele beleggers een toenemende deel van het collectief fortuin hebben belegd — op een doorzichtige, betrouwbare manier zouden worden bestuurd. Hij is in die zin onderdeel van de denkstroom die de maatschappelijke verantwoordelijkheid van grote ondernemingen benadrukt(46).

Veel belang wordt gehecht aan de toezichtsfuncties, hetzij van de raad van bestuur, hetzij van de — interne of externe — audit. Belangenconflicten en persoonlijke renten, vooral in groepsverband, moeten streng worden bewaakt, openbaar gemaakt en — onder druk van de markten — vermeden. Al deze voorzorgen dienen om de belangen van

(46) Men kan hierbij verwijzen naar de „*corporate social responsibility*” beweging uit de jaren zeventig, zij het dat toen ter tijde het de bedoeling was dat de vennootschappen verplichtingen op zich zouden nemen die strijdig waren met hun winststreven.

de beleggers op de juiste wijze geëerbiedigd te zien. De verhouding met de dominerende aandeelhouders die hun positie in de vennootschap dikwijls gebruikten tot eigen baat, dreigt met deze nieuwe gedachtengang onverenigbaar te zijn. Ook dit verklaart de toenemende druk op het groepswezen.

De regering heeft begin 2000 een commissie aangesteld om hervormingen inzake *corporate governance* voor te stellen. Deze hebben geleid tot enkele voorstellen die in het verlengde liggen van wat hiervoor is gesteld:

- duidelijke bevoegdheidsverdeling tussen bestuur en toezicht
- duidelijker regeling van de belangenconflicten binnen groepen van vennootschappen
- versterking van de onafhankelijkheid van de externe auditor
- vereenvoudiging van de regelen die de organisatie van de algemene vergadering betreft, teneinde institutionele beleggers in staat te stellen er aan deel te nemen.

Het ontwerp zal begin 2001 bij de Kamer worden ingediend(47).

21. Nieuwe krachten manifesteren zich inmiddels in het vennootschapswezen. Een van de belangrijkste drijfveren in deze ontwikkeling is de concurrentie, niet enkel tussen vennootschappen, maar ook tussen wetgevers. Vennootschappen worden zich immers meer en meer bewust van de relatieve voor- en nadelen van de diverse rechtsorden: fiscale motieven wegen weliswaar meer door dan vennootschapsrechtelijke, doch ook deze laatste vallen niet te verwaarlozen. Pan-Europese groepen klagen herhaaldelijk over de kosten verbonden aan het voeren van dochtervennootschappen in elk van de lidstaten. Recent is deze materie in de aandacht gekomen met het Centros arrest van het Europese Hof van Justitie(48). Aldaar wordt beslecht dat op grond van de vrijheid van vestiging, een lidstaat een vreemde vennootschap niet kan weren op grond van het argument dat zij opgericht is in een andere lidstaat waar zij enkel een formele vestiging heeft. Deze ontwikkeling, die binnenkort in enkele andere prejudiciële vragen zal worden getoetst, kan ertoe leiden dat vennootschappen vrij hun plaats van oprichting, en dus hun rechtsorde zullen kiezen. De

(47) COMMISSIE DE GRAUWE, „Naar een beter bestuur van de Belgische vennootschappen, Verslag van de regeringscommissie Corporate Governance”, 20 maart 2000.

(48) Arrest dd. 3 maart 1999, zaak C-212/97, *Jur.* 1999, I-1459. Zie betreffende de problematiek in het algemeen: TIMMERMAN, „Internationale juridische fusie”, *T.P.R.* 1976, 289; J.P. BLUMBERG, „Over het grensoverschrijdende associatieconcern, zetelverplaatsing en internationale fusie”, *T.P.R.* 1992, 803.

betwisting neemt dan de vorm aan van de strijd tussen de incorporatieleer en de zetelleer, strijd waarop het hogervermelde ontwerpverdrag van 1965 is gestruikeld. Indien het Hof de weg inslaat die de incorporatieleer als Europese norm erkent, zal de druk op de wetgevers aanzienlijk toenemen om minstens even performante wetgeving uit te werken als geldt in de lidstaat met de meest aan de vereisten van de vennootschappen aangepaste wetgeving. Sommigen zullen verwijzen naar de Amerikaanse „*race for laxity*”: uit verschillende onderzoeken, ook empirisch onderbouwde(49), blijkt dat de uitzonderlijke positie van Delaware leidt niet tot minder goed recht, wel tot meer efficiënt recht, gelet niet enkel op de wetgeving zelf, doch ook op de hoogstaande expertise van de jurisdicties en van de lokale balie(50). Vandaar dat de grootste ondernemingen ter wereld de keuze hebben gemaakt zich in Delaware te incorporeren.

Wie zal in Europa de rol van Delaware overnemen? De eerste kandidaten melden zich reeds aan(51).

BESLUIT

Na een trage start is de ontwikkeling van het Belgische vennootschapsrecht in de laatste decennia van de eeuw in een stroomversnelling gekomen. Deze is te wijten minder aan de Europese harmonisering dan aan de toegenomen invloed van de financiële markten, op zichzelf vector voor vernieuwingen en grotere concurrentie. Het resultaat is een complex apparaat, gespreid over verschillende wets- en andere bepalingen. Daarbij neemt de kloof toe tussen de grotere beursgenoteerde vennootschappen en de talloze kleinere: het huidige vennootschapsrecht evolueert reeds tegen verschillende snelheden. Wellicht moet ook de wetgever deze realiteit systematisch erkennen, wat tot een aanzienlijke deregulering voor de kleinere vennootschappen zou kunnen leiden.

(49) W.L. CARY, „Federalism and corporate law: reflections upon Delaware”, *Yale Law Journal* 1974, 663 in R. WINTER, „State law, shareholder protection and the theory of the corporation”, *Journal of Legal Studies*, 1977, 251; R. ROMANO, „Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle”, *Journal of law, Economics and Organization*, 1985, 225; R. ROMANO, *The Genius of American corporate law*, Washington, AEL, 1993, 151 p.

(50) R. ROMANO, „Empowering investors: a market approach to securities regulation” in K.J. HOPT, a.o., *Comparative Corporate Governance. The state of the art and emerging research*, Oxford, Clarendon Press, 1998, 143-217.

(51) Zie *Company Law Review*, Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework, februari 1999, b.v. p. 11.