

OVERPEINZINGEN BIJ BIJNA EEN HALVE EEUW VENNOOTSCHAPSRECHT

door

K. GEENS

Buitengewoon Hoogleraar KULeuven

I. Inleiding

1. De drie grote evoluties die het vennootschapsrecht de jongste decennia heeft doorgemaakt, kunnen als volgt worden samengevat:

- 1^o Na aanvankelijk een zekere dienstbaarheid te hebben betoond aan het ondernemingsrecht, wordt althans het „grote” vennootschapsrecht steeds meer een instrument van het financieel recht.
- 2^o De groots opgezette „*top down*” harmonisatie van het Europees vennootschapsrecht slaagde er helaas niet in op de punten die van essentieel belang zijn voor de vrije vestiging en voor de integratie van de kapitaalmarkten soelaas te brengen.
- 3^o Hoewel uitermate geschikt om de invloed van de meerderheidsaandeelhouder te temperen, kon de originele benadering van het duaal bestuur zoals die bestond in Duitsland en Nederland geen bredere doorbraak realiseren, zodat het continent op de Angelsaksische golf van *corporate governance* moest wachten om het bestuur te professionaliseren, ook al werd die golf precies door een gebrek aan controlerende aandeelhouders veroorzaakt.

Daarnaast zijn er nog een reeks kleinere gebeurtenissen en evoluties die niet onvermeld kunnen blijven, maar waarop niet dieper zal worden ingegaan:

- 4^o Nadat het Hof van Cassatie in een arrest van 17 maart 1968 duidelijk had gemaakt dat de onregelmatige, maar openbare en duurzame handelsvennootschap verplicht werd de rechtspersoonlijkheid van een vennootschap onder firma aan te nemen, kwam de wetgever bij Wet van 13 april 1995 op deze theorie terug door deze vennootschappen te rekwalficeren als commerciële maatschappen zonder rechtspersoonlijkheid, terwijl de verwerving van de rechtspersoonlijkheid voortaan optioneel wordt, door de verbinding van de totstandkoming ervan aan het moment van de

neerlegging van de oprichtingsakte. De rol van handelsvennootschap van gemeen recht van de V.O.F. werd dus overgenomen door de commerciële maatschap.

- 5° De economische crisis van de jaren '70 leidde tot een fundamentele verzwaring van de bestuursaansprakelijkheden in de vennootschapswetgeving, maar op de keper beschouwd bleef de beperkte aansprakelijkheid een moeilijk te slopen voorrecht.
- 6° Deze laatste evolutie werd zeker mee in de hand gewerkt doordat in 1987 werd beslist om ook aan de éénpersoonsonderneming de kans te geven om van de beperkte aansprakelijkheid te genieten, indien zij de vorm aanneemt van een B.V.B.A. Minder spaarzaam met de creatie van nieuwe rechtsvormen werd omgesprongen toen de wetgever besliste om, vrij overbodig, de landbouwvennootschap (1979) en het economisch samenwerkingsverband (1989) te introduceren.
- 7° Na eerst een groot succes behaald te hebben als de vennootschapsvorm met beperkte aansprakelijkheid die ontsnapte aan de Europese kapitaalreglementering, werd de coöperatieve vennootschap met beperkte aansprakelijkheid bij Wet van 20 juli 1991 volledig geschoeid op de leest van de N.V. en de B.V.B.A., met dien verstande dat zij een veranderlijk kapitaal behoudt.
- 8° De N.V. en de B.V.B.A kunnen steeds meer beschouwd als de open en de gesloten modaliteit van eenzelfde vennootschapsvorm, nu de andere verschillen gaandeweg verschromelen tegen de achtergrond van de Europese eenmaking die deze beide vormen ondergingen.
- 9° Hoewel de coöperatieve vennootschap ondanks herhaalde pogingen van de wetgever (o.a. in 1955 en 1991) nooit kon uitgroeien tot de idealistische vennootschapsvorm die hij ervan verwachtte, en de V.Z.W. nog steeds geen handelsdaden kan stellen dan wanneer zij ondergeschikt en noodzakelijk zijn voor haar ideëel hoofddoel, kan een V.Z.W. sedert de Wet van 13 april 1995 worden omgevormd in een vennootschap met rechtspersoonlijkheid onder voorwaarde dat deze laatste een sociaal oogmerk in haar statuten heeft ingeschreven.
- 10° Nadat eerder een groot inhoudelijk hervormingsontwerp van het vennootschapsrecht jammerlijk was mislukt (ontwerp nr. 387 in 1979), om vervolgens stuksgewijs in afzonderlijke wetten te worden hernomen, werd de Handelsvennootschappenwet bij W. 7 mei 1999 uit het Wetboek van Koophandel gelicht, om samen met de vennootschapsrechtelijke bepalingen uit het Burgerlijk

Wetboek, en een reeks bijzondere wetten, o.a. inzake de jaarrekeningen, te worden gecoördineerd in het Wetboek van Vennootschappen dat na reparatie bij Wet van 23 januari 2001 in werking trad op 6 februari 2001. Daarbij aansluitend werden ook alle uitvoeringsbesluiten gecoördineerd in één enkel Koninklijk Besluit tot uitvoering van het Wetboek van Vennootschappen (K.B. 30 januari 2001).

II. Van dienstbaarheid aan het ondernemingsrecht naar dienstbaarheid aan het financieel recht

2. Het vennootschapsrecht loopt doorgaans niet voorop. Het geeft structuur aan nieuwe ambities: een mooier voorbeeld dan de gewone commanditaire vennootschap is er wel niet. Toen de rijke katholieken uit de Middeleeuwen zich de weg naar de interestdragende lening versperd zagen door de kerkelijke moraal, bood de gewone *commenda* onderdak aan hun verlangen naar gemakkelijk rendement: dat zij daarbij enig risico moesten lopen, was een eigen eis van het vennootschapsrecht die zij graag in koop namen, zolang zij, zoals het gezegde luidt, aan de zee maar niet meer konden verliezen dan zij eraan hadden toevertrouwd; door deze dialoog met moraal en zakenleven ging het vennootschapsrecht meteen een grote sprong vooruit, want de beperkte aansprakelijkheid was uitgevonden.

Gedurende de voorbije halve eeuw, heeft het vennootschapsrecht zijn volgersrol voluit bevestigd: aanvankelijk werd het gevoed door nieuwe maatschappelijke verlangens op het stuk van werknemersmedezeggenschap, vanaf de jaren '90 werd het vennootschapsrecht de slaaf van de financiële markten: in de eerste fase was het al ondernemingsrecht dat de klok sloeg, in de tweede fase wordt het vennootschapsrecht ingepalmd door de noties en de eisen van het financieel recht, en groeiden transparantie, gelijkheid en informatie net niet tot algemene rechtsbeginselen.

3. De ganse naoorlogse periode, in het bijzonder de jaren zestig van de vorige eeuw werden gekenmerkt door een onbehagen omtrent de eigendom. Al was eigendom zeker geen diefstal, toch groeide het inzicht dat kapitaal maar één van de produktiefactoren was, en dat ook arbeid zijn plaats moest vinden in het maatschappelijk machtsspel. Het was zonder meer begrijpelijk dat juristen als Van Gerven en Maeijer op zoek gingen naar een nieuw concept buiten het vennoot-

schapsrecht om aan de inspraak van de produktiefactor arbeid gestalte te geven: de vennootschap had immers al te natuurlijk gefungeerd als instrument dat de overheersing van de kapitalist rechtvaardigde; hij bezat de aandelen, dus de eigendom, dus de macht. Het ondernemingsbegrip was nuttig om duidelijk te maken dat het voorwerp van die eigendom ten dele ontsnapte aan zijn eigenaar, en moest volgens Van Gerven (1975) beschouwd worden als een „zelfstandige en duurzaam georganiseerde groep van mensen die, met behulp van materiële en immateriële middelen, goederen of diensten produceren” tegen een vergoeding die ertoe strekt een overschot van inkomsten op uitgaven te realiseren. Het ondernemingsbelang dan weer was de lege huls waarin Maeijer (1964) gans het maatschappelijk verwachtingspatroon t.a.v. de vennootschap kon verwoorden: „het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel”. Daarmee was duidelijk gezegd dat het bestuur van een vennootschap niet enkel mocht handelen in het aandeelhoudersbelang, maar ook rekening moest houden met al de andere belangen die de continuïteit van de onderneming konden dienen en erdoor konden gediend worden: de werknemers, de leveranciers, de regio.

4. Voor de wetgever stelde zich een vergelijkbare vraag als voor de doctrine. Zou hij het nieuwe democratisch gedachtengoed opnemen in de vennootschapswetgeving, of zou hij het elders onderbrengen. Zo werd de Wet van 20 september 1948 inzake de organisatie van het bedrijfsleven afzonderlijk geconcipieerd van de gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen: de ondernemingsraden die de inspraak van de werknemers moesten belichamen, werden aldus deel van het (collectief) arbeidsrecht, terwijl het hervormde commissariaat in 1953 werd opgenomen in het vennootschapsrecht. De synthesesmogelijkheid die de creatie van het beroep van bedrijfsrevisor bij Wet van 22 juli 1953 reeds mogelijk maakte, bleef uit tot de Wet van 21 februari 1985 toen deze synthese reeds door de internationale ontwikkelingen achterhaald was. Vandaag, en ingevolge de codificatie van 7 mei 1999 meer dan ooit, vindt deze synthese als een soort relikwie haar plaats in het Wetboek van Vennootschappen: het positief advies van de ondernemingsraad is vereist alvorens de algemene vergadering kan overgaan tot de aanstelling van de persoon van de commissaris(-revisor). Jammer genoeg is er ternauwernood nog syndicale interesse voor de instelling van het commissariaat: dit is deels te wijten aan de tijdsgeest, deels aan de overdreven en dus bedrogen maatschappelijke verwachtingen t.a.v. het auditgebeuren (zgn. *expectation gap*).

5. De aldus in 1948 ingeslagen weg van fysieke afzondering van vennootschapsrecht enerzijds en modern ondernemingsrecht anderzijds werd, op het vermelde geval van het bedrijfsrevisoraat in 1985 na, in wezen niet meer verlaten. Zeer ver ging de wetgever in 1975 toen hij besliste een voorheen onbestaand modern jaarrekeningenrecht rond het ondernemingsbegrip te bouwen, ook al waren de niet-vennootschappelijke ondernemingen die een jaarrekening moeten opstellen op één hand te tellen. Toen uiteindelijk, opnieuw bij de codificatie van 7 mei 1999, werd beslist dit jaarrekeningenrecht op te nemen in de moederschoot van het vennootschapsrecht, heeft zulks veel protest teweeg gebracht vanwege de oorspronkelijke en zeer verdienstelijke makers van het boekhoudrecht. Toch was het in rechtsvergelijkend perspectief onvermijdelijk: de jaarrekening is een essentieel instrument in het vennootschapsrecht dat de rekenschapsverplichting tussen bestuur en aandeelhouders behelst; dat zij daarnaast ook het maatschappelijk verkeer interesseert, lijdt geen twijfel, maar verantwoordt, evenmin als zulks voor de audit-functie zelf het geval zou kunnen zijn, dat zij aan het vennootschapsrecht onttrokken wordt. Voortaan kunnen de jaarrekeningrechtelijke verplichtingen van Europese oorsprong die op ondernemingen wegen dus in het vennootschapsrecht gevonden worden, met name de verplichting om een jaarrekening op te stellen en openbaar te maken, alsook de verplichting om een commissaris-revisor tot controleur van die jaarrekening aan te stellen.

6. In de rechtspraak beleefde de school van het ondernemingsrecht en -belang zijn hoogtepunt en meteen zijn dieptepunt in het Generaal-arrest van het Hof van Beroep te Brussel d.d. 1 maart 1988. Wat een triomf had kunnen zijn, werd een bittere nederlaag. Weliswaar liet het ondernemingsbelang toe om de *poison pill* die werd uitgestrooid in de vorm van het toegestaan kapitaal te rechtvaardigen: de kapitaalverhoging buiten voorkeurrecht werd gebillijkt in het vennootschapsbelang, ook al was haar enig doel dan om Carlo De Benedetti uit het Belgische huishouden te houden; de keerzijde van de medaille was dat enkel het Franse Suez kon gevonden worden om de rol van „*white knight*” te spelen, en dat deze holding tussen 1988 en 2000 weinig anders kon doen dan de talloze dochters van de Generale verkopen aan de meest-biedende. Indien het ondernemingsbelang dan al niet samenviel met het belang van de aandeelhouders, maakte de Generale-geschiedenis niettemin duidelijk dat dit laatste „eigenaars”-belang bijzonder belangrijk bleef, erg kortzichtig kon zijn, en bijzonder agressief. Het is op zijn minst paradoxaal dat het ondernemingsrechtelijke accent dat tot 1988 aan de Belgische vennootschap werd gegeven, meteen had

toegelaten aan het holdingkapitalisme om in alle rust te floreren, en dat hun beider einde in één beweging werd aangekondigd.

7. De democratisering van onze Belgische vennootschappen is dus niet veel verder gegaan dan het collectief arbeidsrecht toeliet, en is vandaag nog slechts een schaduw van wat eens mocht verhoopt worden. Opnieuw is de tijdsgeest daarvoor verantwoordelijk. Toch dient opgemerkt te worden dat een integratie van de werknemersinspraak in de vennootschapsorganen, beter de tand des tijds zou doorstaan hebben, zoals blijkt uit het Duits en het Nederlands model, daar waar in België zelfs de periodieke en de occasionele informatie die de vennootschapsleiding aan de werknemers moet verschaffen, zijn plaats niet vindt in de vennootschappenwet. Het vennootschapsrecht is immers basisrecht met zeer diepe wortels die teruggaan op het Romeins recht, het middeleeuws gewoonterecht en de Napoleontische tijd: het is zeer moeilijk een nieuwe vennootschapsvorm in te voeren, het is nog moeilijker er één af te voeren; om maar te zeggen dat een opname van nieuwe ideeën in het vennootschapsrecht borg staat voor stabiliteit en langjarigheid. Of het een goede zaak is geweest dat de Belgische sociale partners de gelegenheid misten die zich voorgedaan heeft om kapitaal en arbeid samen te brengen in de vennootschappelijke structuur van de onderneming, zal de toekomst uitwijzen. Zeker, er moeten nú minder heilige huisjes worden afgebroken dan in sommige naburige landen, maar er is ook minder weerstand tegen de ontwortelende golf van nieuw kapitalisme waar deze weerstand nochtans heilzaam zou kunnen zijn om een langzamer overgang in de hand te werken.

8. De toenemende welvaart en de globalisering van de kapitaalmarkten hebben vanaf het einde van de tachtiger jaren aan het vennootschapsrecht hele andere eisen gesteld. Uit de Generale-geschiedenis (1988) vloeide een sterke vraag naar gelijke behandeling van de beleggers, daarom naar transparantie van de beurs en van het vennootschappelijk gebeuren voort, en dus naar een betere en snellere informatiedoorstroming. In nauwelijkse enkele maanden tijd kwam massaal nieuwe wetgeving tot stand waar voorheen nooit tijd voor was geweest: de Wet van 2 maart 1989 inzake transparantie en openbaar bod, de Wet van 4 december 1990 met o.a. bepalingen inzake misbruik van voorkennis, en de K.B.'s van 18 september 1990 inzake de occasionele en periodieke informatie die beursgenoteerde vennootschappen aan de beleggers moeten verstrekken. Onder impuls van zijn getalenteerde Minister van Financiën Maystadt en de nieuwe Voorzitter van de Commissie voor Bank- en Financiewezen Duplat hield

België voor het eerst gelijke tred met de financiële richtlijnenmolen die vanuit Brussel over Europa waaide. Niet veel later volgde onder diezelfde impulsen de nieuwe bankwet van 22 maart 1993.

9. Ingevolge de Wet van 18 juli 1991 werd de notie „vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan” voor het eerst gebezigd in de gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen. Het concept „openbaar karakter” was tot dan toe louter financieelrechtelijk en had trouwens zopas het voorwerp uitgemaakt van een definitie in het K.B. van 9 januari 1991 (vandaag het K.B. van 7 juli 1999). De inlijving van het nieuwe concept in het vennootschapsrecht had vooral tot doel om ook in het vennootschapsrecht aandacht te hebben voor de verplichtingen die de nieuwe markten oplegden aan genoteerde ondernemingen: op het stuk van agendering en algemene vergadering bijvoorbeeld moeten zij voldoen aan bijkomende voorwaarden van informatie en transparantie. De vraag werd en blijft gesteld of het de moeite loonde voor doeleinden van het vennootschapsrecht om onderscheid te maken tussen de genoteerde vennootschappen en de vennootschappen die een openbaar beroep doen of hebben gedaan, nu eerstgenoemde categorie meer dan 95% uitmaakt van laatstgenoemde. Bij Wet van 13 april 1995 ging de wetgever dan zo ver om het concept van een vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan te definiëren, en deze vennootschappen ertoe te verplichten om zich statutair en via het Belgisch Staatsblad kenbaar te maken, middels een systeem dat door de Commissie voor Bank- en Financieuzen beheerd wordt.

10. Zoals ook met het ondernemingsrecht het geval was, springt in het oog dat een hele reeks nieuwe financieelrechtelijke bepalingen die in het vennootschapsrecht zouden kunnen worden opgenomen, vooralsnog hun plaats daarbuiten vinden. Misbruik van voorkennis (1989-1990) en misbruik van vennootschapsgoederen (1997) zijn twee mooie voorbeelden van bepalingen die reeds in het groot ontwerp nr. 387 (1979) hun plaats vonden in het vennootschapsrecht, en er nu buiten bleven. Hetzelfde geldt voor de transparantiewetgeving waarvan uiteindelijk naar aanleiding van de codificatie (1999) enkele relevante bepalingen in het Wetboek werden overgenomen. Opnieuw is een pleidooi voor integratie in het formele vennootschapsrecht te begrijpen als een pleidooi voor stabiliteit en duurzaamheid, en voor transparant wetgevingsbeleid. De nieuwe fiscaal aangedreven wetgeving inzake aandelenopties (1999) en wellicht de komende wetgeving inzake werknemersparticipaties zouden moeten vertrekken van eenzelfde duidelijke

opvatting: indien de toekomst van de ondernemingsdemocratisering gelegen is in de kapitalistische (i.t.t. de organieke) implicatie van de werknemers, dan is het belangrijk dat deze in overeenstemming gebeurt met de bescherming geboden door het vennootschapsrecht, en niet op louter fiscale, en dus uiteraard tijdelijke gronden.

III. Het falen van de „top down” harmonisatie van het vennootschapsrecht

11. De Europese harmonisatie van het vennootschapsrecht die bedoeld was om de vrije vestiging van vennootschappen en de integratie van de kapitaalmarkten te vergemakkelijken, is geen succes geworden. De redenen daarvoor zijn veelvoudig: de onzuivere doelstelling van de harmonisatie, de grote verschillen tussen de Angelsaksische en de Duits-Franse rechtscultuur alsook de reële onmogelijkheid om over de wijziging van vitale delen van het door vele Lid-Statens gekoesterde „eigen” vennootschapsrecht een akkoord te bereiken tussen vijftien, straks wellicht twintig en meer Lid-Statens.

12. Herlezing van de grondslag van deze harmonisatie in het Verdrag maakt reeds veel duidelijk: art. 44, vroeger 54, 2^o, g) heeft het, in het kader van de vrijheid van vestiging, over de coördinatie van waarborgen welke in de Lid-Statens worden verlangd van rechtspersonen om de belangen van deelnemers in die rechtspersonen te beschermen als die van derden. Het kan dan weinig verbazing wekken dat in eerste instantie zeer gedetailleerde aandacht werd besteed aan politiek minder belangrijke topics zoals openbaarmaking en nietigheid (1e Richtlijn) en kapitaal (2e Richtlijn). Beide richtlijnen munten uit door een zekere bedilzucht, en werden in het nationale recht onthaald met soms overdreven interesse. Hoewel zij een gebrek aan relevantie vertonen voor de vrijheid van vestiging, dienen zij ongetwijfeld de rechtszekerheid van diegenen die veel met vennootschappen contracteren (de zgn. waarborgen van derden). Behalve inzake de jaarrekening (4e Richtlijn), de geconsolideerde jaarrekening (7e Richtlijn) en de controle van de jaarrekening (8e Richtlijn), kunnen nadien geen grote harmonisatiesuccessen meer worden voorgelegd.

13. Telkens wanneer het om vanuit ondernemingsrechtelijk of financieelrechtelijk standpunt belangrijke issues ging, liepen de harmonisatie-inspanningen schipbreuk: zo verging het de 5e ontwerp-Richtlijn (structuur van het vennootschapsrecht inzake bestuur en stemrecht), de 9e

ontwerp-Richtlijn (groepsrecht) en wellicht ook de 13e ontwerp-Richtlijn (openbaar bod). Hoewel deze laatste ontwerp-Richtlijn recent zeer sterk tot de kanshebbers werd gerekend, zou zij de eindmeet niet kunnen halen wegens meningsverschillen tussen Raad en Parlement (infra).

14. De wijze waarop de vennootschapsrechtelijke harmonisatie in gemeld art. 44 aan de vrijheid van vestiging in artikel 43 wordt verbonden, doet artificieel aan: op grond van art. 43 van het Verdrag is de vestigingsvrijheid van vennootschappen immers van *secundaire* aard; vennootschappen moeten hun vestigingsvrijheid dus uitoefenen door het oprichten van dochtervennootschappen, filialen en door het nemen van participaties, *niet* door zichzelf te verplaatsen. Voor de verlening van deze *primaire* vrijheid van vestiging, waardoor een vennootschap het recht verwerft zichzelf te verplaatsen van de éne Lid-Staat naar de andere, zoals de natuurlijke persoon die verhuist, wensten de *founding fathers* kennelijk te wachten tot een afzonderlijk verdrag zou zijn gesloten tussen de Lid-Staten over de onderlinge erkenning van rechtspersonen, over de zetelverplaatsing en over de grensoverschrijdende fusie (art. 293 Verdrag, oud art. 220).

Onderhandelingen over de onderlinge erkenning en de grensoverschrijdende fusie werden vrij vroeg aangevat, maar liepen op mislukking uit.

Inzake grensoverschrijdende fusie werd snel vastgesteld dat het fusie-concept niet in alle nationale rechtssystemen bekend was, en daarom werd voorrang gegeven aan de 3e Richtlijn (1978) over de nationale, d.i. niet-grensoverschrijdende fusie. De grensoverschrijdende fusie kreeg uiteindelijk haar beslag in een ontwerp van Tiende Richtlijn (1980) dat sedertdien volledig uit de belangstelling verdwenen is.

Wat de onderlinge erkenning betreft, kwam het weliswaar tot een verdrag in 1968 maar dit werd nooit geratificeerd door Nederland dat niet kon leven met de voorrang die erin werd gegeven aan het „*siège réel*”-stelsel boven het incorporatiesysteem.

Van een mogelijke veertiende Richtlijn inzake zetelverplaatsing is pas zeer recent sprake. Dergelijke Richtlijn is nog steeds vereist omdat het Hof van Justitie in de zaak Daily Mail (1988) beslist heeft dat de zetelkwestie een nationale aangelegenheid blijft, zodoende dat het recht op vrije vestiging de grensoverschrijdende zetelverplaatsing niet beschermt.

15. Het is al te gemakkelijk om nu, anno 2001, kritiek uit te oefenen op de grote visie die de stellers van het Verdrag in 1957 bezielde. Wel is het moeilijk te begrijpen dat aan de bepalingen van art. 43-44, 2^o, g)

en 293 bij de Verdragswijziging in 1992 niet werd gesleuteld, hoewel het falen van de aanvankelijke harmonisatiepolitiek toen al vaststond. Zo wordt al dan niet verder harmoniseren uiteraard een enigszins arbitraire bezigheid die weliswaar kan gesteund worden op andere verdragsbepalingen: het subsidiaire art. 94 (oud art. 100) laat de Raad immers in het algemeen toe om de Richtlijnen te nemen, ook in het vennootschapsrecht, die zich opdringen voor de instelling of de werking van de gemeenschappelijke markt.

16. Een mogelijke oplossing voor het falen van de harmonisatiepolitiek zou erin kunnen bestaan hebben om over te schakelen naar een veralgemening van het incorporatiestelsel (vgl. *home country control*), zoals in de U.S. waar het vennootschapsrecht ook deelstatenrecht is, maar waar het personeel statuut beheerst wordt door het recht van de staat waarin de vennootschap is opgericht. Deze I.P.R.-opvatting heeft vanuit het standpunt van de vestigingsvrijheid twee voordelen op de werkelijke zetelleer: vooreerst kunnen de vennootschappen in een incorporatiestelsel hun hoofdzetel vrijelijk verplaatsen (vgl. „*European passport*”), met dien verstande dat zij qua personeel statuut steeds onderworpen blijven aan het recht van de staat waarin zij zijn opgericht; doordat de vestigingsplaats aldus de vrije rechtskeuze niet aantast, ontwikkelt zich vervolgens tussen de staten een logische wedijver („*state competition*”) om een aantrekkelijk vennootschapsrecht uit te bouwen die automatisch resulteert in een harmonisatie. Er wordt soms gesteld dat dit „*bottom up*” (van onderuit) proces resulteert in „*downwards*” harmonisatie, zelfs in een „*race to the bottom*”.

Zo'n vaart lijkt het echter zelfs in de U.S. niet te lopen, al is het juist dat de staten er concurreren in het uitbouwen van de voor bestuurders en oprichters meest tegemoetkomende wetgeving („*Delaware effect*”). Bovendien zou, indien in gans Europa het incorporatiestelsel zou worden aangenomen, het aldus groeiende proces van automatische harmonisatie gepaard kunnen gaan met een aantal minimale regels („*minimal harmonization*”) die, naar het model van wat in de bank- en de verzekeringssector gebeurd is, worden opgelegd door „federale” Richtlijnen aan de Lid-Statens. Het is overigens typisch dat zulke minimale regels precies door die Europese gastlanden die het incorporatiesysteem toepassen, worden opgelegd aan vennootschappen die zich, enkel om het dwingend recht van het gastland te ontgaan, incorporeren in den vreemde.

17. Nét het aanwenden van die minimale beschermingswetgeving tegen in andere Lid-Statens geïncorporeerde brievenbusvennootschap-

pen werd ter discussie gesteld in het arrest Centros (1999). De vraag was meer bepaald of Denemarken de immatriculatie kon weigeren van het zgn. filiaal van een vennootschap die enkel in het UK geïncorporeerd was om aan de Deense vennootschapswetgeving te ontsnappen. Het antwoord van het Hof was negatief: de secundaire vrijheid van vestiging van een Engelse vennootschap primeert dus op het dwingend karakter van de Deense vennootschapswetgeving. Formeel is het vrij gemakkelijk deze casus (wél recht van secundaire vrije vestiging voor vennootschappen) te onderscheiden van Daily Mail (maar géén recht van primaire vrije vestiging). Materieel lijken ze nochtans onverzoenbaar: indien Denemarken een werkelijke zetelstaat zou geweest zijn, zou het effect van de vestiging van de werkelijke zetel in Denemarken net hetzelfde geweest zijn, als de impliciete eis tot reïncorporatie die nú onder het Deense incorporatiestelsel werd gesteld. De toepassing van het werkelijke zetelstelsel op de immigrerende Engelse vennootschap zou met andere woorden het recht op vrije vestiging in zijn kern even sterk raken, als de eis tot reïncorporatie die volgt uit de weigering tot immatriculatie van het Deense filiaal.

18. Wat ook de betekenis van het Centros-arrest mag zijn, de „*bottom up*” harmonisatie zal ook door een andere evolutie in de hand gewerkt worden, met name de integratie van de Europese beurzen. In art. 4 van het ontwerp van Dertiende Richtlijn inzake openbaar bod, wordt het toepasselijk recht bij een grensoverschrijdende bod-situatie als volgt afgegrensd: enerzijds is het openbaar bodrecht en contractenrecht toepasselijk van het beursland, anderzijds is inzake de beschermingsconstructies het vennootschapsrecht toepasselijk van het land waarin de vennootschap haar zgn. zetel („*registered office*”) heeft — het is evident dat „*registered office*” anders zal geïnterpreteerd worden in incorporatiestaten dan in werkelijke zetelstaten. Nu steeds duidelijker wordt dat in Europa slechts enkele aandelenbeurzen zullen overeind blijven, zal het aantal gevallen waarin er niet eens een *level playing field* bestaat tussen aanval (recht van beursland) en verdediging (recht van de *target*-zetel) drastisch toenemen, daar waar de doelstelling van de Europese harmonisatie veel verder ging, en er met name in bestond doorheen de ganse Unie één *level playing field* tot stand te brengen. De beurzen zelf zullen in deze verwarring pogen orde te scheppen, door noteringsvoorwaarden op te leggen die het aantal en het type beschermingsconstructies dat een kandidaat-beursgenoteerde vennootschap in haar statuten kan inschrijven zullen beperken.

IV. De integratie van de verdiensten van het duaal bestuurs-systeem in het monistisch systeem via de vereisten van de corporate governance.

19. Hoewel zij uitermate geschikt was om de invloed van de meerderheidsaandeelhouder te temperen, kon de zeer oorspronkelijke benadering van het duaal bestuur zoals die bestond in Duitsland en Nederland geen bredere doorbraak realiseren, zodat het continent op de Angelsaksische golf van *corporate governance* moest wachten om het bestuur te professionaliseren, ook al werd die golf precies door een gebrek aan controlerende aandeelhouders veroorzaakt.

20. Het duaal bestuur is een oorspronkelijk Duitse uitvinding die haar genese vond in de *Mitbestimmung*gedachte, en dus in het ondernemingsrecht. De *Aufsichtsrat*, waarin naast de aandeelhouders ook de werknemers vertegenwoordigd zijn (raad van toezicht), en de *Vorstand* (raad van bestuur) zorgen voor tweeledig bestuur: beide niveaus verhouden zich hiërarchisch, maar hebben ook een andere taakhoud (toezicht v. bestuur). Ook in Nederland werd deze dualiteit ingevoerd, onder de dekmantel van de organisatie van de werknemersinspraak: raad van commissarissen en raad van bestuur zorgen voor stabiliteit in de grote Nederlandse structuurvennootschappen, en maken de benoeming en afzetting van bestuurders voor de aandeelhouders zo goed als onbereikbaar, door een ingenieus coöptatiesysteem op het niveau van de raad van commissarissen.

21. Nog afgezien van de werknemersinspraak, hadden deze duale systemen als groot voordeel dat zij een duidelijk onderkenbaar verschil maakten tussen het „*executive level*” en het „*non executive level*”. Indien de raad van toezicht zich onledig houdt met de uitstippeling van de strategie, de benoeming en de afzetting van het bestuur en de controle op dat bestuur, dan kan hij zijn rol vervullen in een volmaakte functie- en aansprakelijkheidsscheiding met het bestuur: enerzijds is elk bestuursniveau zodoende verantwoordelijk voor zijn taken, zonder dat de *non-executives* worden gedwongen de fictie in stand te houden als zouden zij alle beslissingen van de *executives* mee hebben genomen, minstens hebben bekrachtigd; anderzijds kunnen de *executive* bestuurders uiteraard met consultatieve stem gehoord worden in de raad van toezicht wanneer daartoe de noodzaak bestaat, maar zonder te wegen op het besluitvormingsproces. De Europese Gemeenschap zag zeer vroeg de superioriteit van het duaal systeem in, en poogde het op te leggen in alle grote vennootschappen (ontwerp 5e

Richtlijn). Ook in het ontwerp van Verordening Europese N.V. werd het duaal systeem door de zgn. commissie Sanders luid gepropageerd.

22. De nochtans ontkoombare koppeling van het duaal systeem aan de werknemersinspraak en de vanuit dit oogpunt althans te vroege toetreding van de Britten in 1973 hebben aan dit enthousiasme een brutaal einde gemaakt. De Britse *governance* werkte, zoals de Belgische, met een monistisch systeem, waarin de *non-executive* bestuurders, anders dan de Belgische, in de minderheid waren t.a.v. de *executive* bestuurders. Van dan af werden talloze compromissen tussen duaal en monistisch systeem gesuggereerd in gemelde ontwerpen van Richtlijn en Verordening, vooralsnog zonder enig resultaat — weliswaar wordt het drastisch afgeslankte ontwerp van Verordening Europese N.V. geacht in mei 2001 de finish te bereiken na een maraton van meer dan 30 jaar. Ook in België kon het duaal systeem niet worden doorgedrukt, ondanks meer dan overtuigende pogingen in het Groot Ontwerp nr. 387 (1979) — terwijl op dit eigenste ogenblik (2001) in Belgische regeringskringen een voorontwerp *Corporate Governance* circuleert dat minstens sporen van dualisme vertoont.

23. De doorbraak tussen monisme en dualisme werd uiteindelijk gerealiseerd door de *corporate governance*-beweging die in de Angelsaksische landen op gang kwam. De aandeelhoudersstructuur van Angelsaksische beursgenoteerde vennootschappen was dermate open en verspreid onder het ganse publiek, dat een totale scheiding tussen *ownership* en *control* ontstaan was. Deze *public corporations* waren theoretisch in handen van de beurs, maar door een gebrek aan controle vanwege geïnteresseerde aandeelhouders („*ownership*”), was *de facto* het management, bestaande uit de *executive directors*, er baas („*control*”). Dit is precies de reden waarom de *executives* in de meerderheid zijn in de Angelsaksische monistische *board*: de *executives* stellen aan de algemene vergadering de benoeming van een minimaal aantal *non-executives* voor, wat in feite neerkomt op een coöptatie van laatstgenoemden door eerstgenoemden, omdat de algemene vergadering bestaande uit talloze kleine aandeelhouders vooral uitmunt door absentisme.

Het management in deze grote vennootschappen kon dus zichzelf bedelen, of nutteloos investeren in *conglomerate acquisitions*, zonder dat de daardoor geschapen inefficiënties overdreven afgestraft werden door protest van minder goed bedeelde aandeelhouders. Deze laatsten stelden zich doorgaans tevreden met het verkopen van het aandeel waardoor de koers zakte, zodat een openbaar bod aantrekkelijk werd. Nadat echter eind van de jaren '80 gebleken was dat het agressief

overnamebod een kostelijke en niet steeds praktisch mogelijke wijze was om inefficiënt bestuur af te straffen, en terug te keren naar de *core business*, ging men op zoek naar andere wegen om het management beter te controleren. Het antwoord was *corporate governance*, of deugdelijk ondernemingsbestuur. Door de opname van een aantal van het management onafhankelijke bestuurders in de *board* te garanderen, en deze te belasten met uitgebreide toezichtstaken (*audit committee*) en belangrijke beleidsvoorbereidende taken (*nomination* en *compensation committee*), werd gehoopt dat aldus een tegenmacht tegen het al te sterke management werd opgeworpen.

Merkwaardigerwijze nemen deze *committees* allemaal taken waar die in een duaal systeem door de raad van toezicht worden uitgeoefend. In die zin integreert de *governance*-beweging de voordelen van het dualisme in het monisme.

24. Zoals wel meer gebeurt, waaide ook de *governance*-beweging over naar het continent. Het bestuursprobleem waarvoor de aandeelhoudersstructuur daar zorgde, was echter van gans tegengestelde aard. De meeste continentale beursgenoteerde vennootschappen worden wel degelijk gecontroleerd door de aandeelhouders, meestal door een andere beursgenoteerde vennootschap of door een familiale holding. Dit zgn. cascade- en referentiekapitalisme creëert een heel andere bestuursmoeilijkheid: de *executives* zijn in de minderheid in de monistische raad van bestuur, en de *non-executives* die de aandeelhouder(s) vertegenwoordigen zijn in de meerderheid. Dit kan met zich brengen dat de onderneming te zeer bestierd wordt in het belang van de controlerende aandeelhouder, en te weinig in het zelfstandig vennootschapsbelang. Het continent had dus ook behoefte aan onafhankelijke bestuurders, maar dan van een andere onafhankelijkheidsstrekking, nl. onafhankelijkheid van de aandeelhouders.

25. Hoezeer de Angelsaksische *governance*-beweging ook voortkwam uit het eigen falen van het monistisch systeem midden een verspreide aandeelhoudersstructuur, de wereldwijde integratie van de kapitaalmarkten zal ervoor zorgen dat dit model, met inbegrip van zijn aandeelhoudersstructuur zegeviert. Holdings en dominante aandeelhouders zijn vreemde wezens op de Londense beurs die ervan uitgaat dat de genoteerde vennootschappen geen controlerende aandeelhouder hebben. Hebben ze die wel, en dat wordt *juris et de jure* vermoed vanaf een bezit van 30%, dan moet deze een openbaar bod uitbrengen („*mandatory bid*”) op alle resterende aandelen. Angelsaksische pensioenfondsen en investeringsfondsen staan dus wantrouwig tegenover

gecontroleerde vennootschappen op het continent die tevens beursgenoteerd zijn, en nog meer tegenover de holdings e.a. referentieaandeelhouders die hen controleren, niet zelden omdat hun koers beneden de intrinsieke waarde ligt (decote).

Het dualisme zal niettemin uiteindelijk tot iets gediend hebben. Niet zozeer tot het brengen van de lange termijn-stabiliteit die het beoogde in grote ondernemingen waarin arbeid en kapitaal samen toekomst wilden creëren. Wel tot het teweeg brengen van de functiescheiding tussen *executives* en *non-executives*, en tot de behartiging van het zelfstandig vennootschapsbelang door onafhankelijke bestuurders, ook wanneer de beleidstermijn die van een immer meer winstbegerige beurs is.

V. Besluit

26. Het vennootschapsrecht werd in 1964 bedacht met een schitterend Overzicht van Rechtspraak in dit eigenste T.P.R door mijn illustere en Gentse voorganger, Professor Jan Ronse. De rechtspraak gepubliceerd tussen 1961 en 1963, met inbegrip van twee jaarverslagen van de Bankcommissie werd samengebond in nauwelijks 160 pagina's. Drie jaar later, in 1967 zou Ronse de stunt nog eens overdoen: in eenzelfde aantal pagina's werden de beslissingen gepubliceerd in de periode 1964-66 besproken, ditmaal in het kort bestek van 140 pagina's.

Het moet een zalige tijd geweest zijn voor vennootschapsprofessoren. Er was tussen 1961 en 1966 ternauwernood nieuwe technische wetgeving die de basisreflectie kon verstoren. Deze basisreflectie werd echter ruimschoots gestimuleerd door diepgaande wetgevende vragen op alle niveaus die toelieten nieuwe ideeën te lanceren. Enerzijds maakte de Belgische vennootschapwetgeving sedert 1951 het voorwerp uit van een belangrijke *restatement* „onder professoren” die pas in 1979 tot het rijke — maar bij voorbaat geaborteerd wetsontwerp 387 — zou leiden. Anderzijds was de Europese harmonisatiebeweging zopas opgestart en konden — opnieuw — vennootschapsprofessoren zich in een internationale en rechtsvergelijkende context buigen over belangrijke ontwerpen van richtlijn en verordening.

27. Het is gemakkelijk om nu, zoveel jaren later, te stellen dat toen grote kansen gemist werden. Het is daarom niet minder waar.

Wie zal er zeggen of het duaal systeem niet zou zijn uitgegroeid tot een meer dan volwaardig *governance*-alternatief voor het falende Angelsaksische monisme indien Duitsland en Nederland zich in die

eerste jaren van de E.E.G. sterk gemaakt hadden om het duaal systeem op het ganse continent door te duwen, zowel middels de Vijfde Richtlijn als middels de Europese N.V., door er de al té scherpe *Mitbestimmungskantjes* van te laten vallen.

Wie zal er zeggen wat er in die hypothese zou geschied zijn met de raid op de Generale Maatschappij in 1988: zou Carlo De Benedetti even enthousiast geweest zijn, indien hij zou geweten hebben dat hij als zelfgeproclameerde „*actionnaire de reference*” eerst moest antichambren in de raad van toezicht, en dat hij zich slechts met grote moeite toegang zou hebben kunnen verschaffen tot de raad van bestuur.

Wie zal er zeggen wat het gevolg zou geweest zijn indien, bij de negociatie van het Europees Verdrag inzake de onderlinge erkenning van rechtspersonen (1968), Nederland aan het langste einde zou getrokken hebben, zodat de incorporatie van de vennootschap, en niet haar werkelijke zetel haar personeel statuut zou bepaald hebben in de zes oorspronkelijke Lid-Staten.

Het zijn vragen waarvan het stellen alleen bij een eeuwende een zinvolle bezigheid kan lijken. Het beantwoorden ervan is dus helemaal te genereus.

28. Het is daarom nog niet minder frustrerend te moeten vaststellen dat de ganse *corporate governance*-beweging in Angelsaksenland niets meer of minder is dan een poging om de verdiensten van het duaal systeem te integreren middels allerlei *committees* in een monistisch systeem, waarvan nu eenmaal niet kan afgestapt worden omdat Angelsaksers nog minder dan andere volkeren hun nationale tradities openlijk afvallen.

Evenzeer is het frustrerend dat het „*level playing field*” inzake openbare overnames waarvoor sedert 1973 door Lord Pennington wordt gepleit vandaag nog steeds geen feit is, terwijl België door een soort openheid *avant la lettre* zijn meest mature ondernemingen in buitenlandse handen liet overgaan op het einde van de tachtiger jaren, terwijl zijn jongere ondernemingen tegen het einde van de negentiger jaren niet meer de *size* konden bereiken die vereist is om een tweede thuismarkt te veroveren.

Ik ken het nuchter antwoord op deze nostalgische beschouwingen: de heer Davignon heeft n.a.v. zijn afscheid als voorzitter van de Generale Maatschappij bij het begin van deze globale eeuw gezegd dat de ondernemingsnationaliteit heeft afgedaan als notie. Hij heeft zonder twijfel gelijk. Als hevig voetballiefhebber zal hij nochtans toegeven dat het nog leuker is de Champions League te volgen als Anderlecht meespeelt dan wanneer men zich tevreden moet stellen met de aanwezigheid van Johan Walem op de bank van Udinese.