

UIT HET BUITENLAND

DE VOORGENOMEN UITBREIDING VAN DE BEVOEGDHEDEN EN ACTIVITEITEN VAN DE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

door *W. van Bruinessen, ec. drs.*

In het aprilnummer van dit jaar van het *Journal of Accountancy* is een artikel opgenomen van de hand van Mr Edward N. Gadsby, de voorzitter van de Securities and Exchange Commission, waarin de belangrijkste aspecten besproken worden van de z.g. Fullbright Bill, welke bij het Congres van de Verenigde Staten is ingediend. Aangezien verwacht mag worden dat deze wet een belangrijke invloed zal hebben op de openbaarheid van de verslaglegging van een groot aantal Amerikaanse vennootschappen en tevens op de beoefening van het accountantsberoep in de Verenigde Staten, hebben wij gemeend dat er aanleiding is in het M.A.B. een beschouwing aan dit onderwerp te wijden.

Als één van de oorzaken van de hevigheid en de lange duur van de crisis van 1929 kunnen naar het oordeel van Mr Gadsby worden genoemd het opgetreden algemene gemis aan vertrouwen in het doelmatig fungeren van de openbare vermogensmarkt en de irrationele overschatting van de waarde van vele fondsen, waarvan sommigen op frauduleuse wijze in de jaren vóór 1929 waren geëmitteerd. Door de creatie van de S.E.C. en het geleidelijk gemeengoed worden van haar beschouwingswijze omtrent verplichtingen tot publicatie van vermogenspositie en resultaat is hierin verbetering opgetreden en men mag stellen, dat de Amerikaanse beleggers thans een „intelligent corporate electorate” vormen. Dit hersteld vertrouwen heeft zich ook uitgestrekt ten aanzien van andere vennootschappen, die niet onder de bepalingen vielen van de Securities Exchange Act van 1934, omdat de desbetreffende fondsen niet op een openbare vermogensmarkt genoteerd worden. Verhandeling van deze fondsen vond en vindt nog steeds plaats „over the counter”. Weliswaar gaf de wet van 1934 bevoegdheden aan de S.E.C. om bepalingen uit te vaardigen, waarbij aan beleggers in laatstgenoemde fondsen gelijke waarborgen werden gegeven als aan beleggers in eerstgenoemde fondsen, doch naar het oordeel van Mr Gadsby heeft de S.E.C. van deze bevoegdheid op onjuiste wijze gebruik gemaakt door het uitvaardigen van de „Regulation of brokers and dealers”, waarmede zij op indirecte wijze haar doel verwachtte te bereiken.

Het huidige bestuur van de S.E.C. is van mening, dat het noodzakelijk is, dat de bescherming van de beleggers in „unlisted securities” langs directe weg, namelijk door het uitvaardigen van bepalingen, waaraan deze vennootschappen zelf zijn onderworpen inplaats van de makelaars en handelaren in de betreffende fondsen, tot stand moet worden gebracht. Zij heeft haar bezwaren tegen de huidige gang van zaken vastgelegd in een rapport aan het Congres, het „Proposal to Safeguard Investors in Unregistered Securities”. Tijdens de „hearings” van het Congres werden de opvattingen van de S.E.C. bevestigd, zodat de Senator Fullbright tijdens de eerste zitting van het 85e Congres een desbetreffend wetsvoorstel kon indienen. Indien deze wet wordt aangenomen, zal naar het oordeel van Mr Gadsby de eerste belangrijke uitbreiding van de bescherming van beleggers tot stand zijn gebracht sinds 1934.

De schrijver spreekt met opzet over de „first major addition”, want de S.E.C. is met het wetsvoorstel nog niet geheel tevreden. Immers, de wet heeft alleen betrekking op die vennootschappen, waarvan de activa een waarde van meer dan \$ 10.000.000,—, of die meer dan 1.000 aandeelhou-

ders hebben. Aanvankelijk waren door haar als maatstaven voorgesteld: activa ter waarde van meer dan \$ 3.000.000,— en tenminste hetzij 300 aandeelhouders, hetzij meer dan \$ 1.000.000,— geconsolideerde schuld. Of de scheidingslijn, welke in het wetsvoorstel wordt getrokken „represents a fair dividing line between substantial publicly held corporations and those, which are not, is a matter of judgement”. Indien bij de hantering van de wet blijkt, dat andere, nauwere maatstaven moeten worden aangelegd, kan de verandering op eenvoudige wijze tot stand worden gebracht, nu eenmaal het beginsel in de wet is vastgelegd, dat de belangen van de beleggers beschermd moeten worden, om het even of hun fondsenbezit al dan niet op een openbare vermogensmarkt genoteerd wordt.

De bepalingen van de Fullbright Bill kunnen in drie groepen worden ingedeeld:

a. Aangezien geen argument kan worden aangevoerd waaruit blijkt, dat het aanvaardbaar is, dat bepaalde vennootschappen verplicht zijn om hun aandeelhouders uitvoerige informaties te verstrekken, terwijl andere, die van gelijke omvang of nog groter zijn, zich ten aanzien van deze informatie achter een grote mate van geheimzinnigheid kunnen verschuilen, zullen laatstgenoemde vennootschappen verplicht dienen te worden om dezelfde gedragslijn te volgen ten aanzien van hun verslaglegging aan de S.E.C. als eerstgenoemden, terwijl de jaarstukken voorzien zullen moeten zijn van het certificaat van een onafhankelijke accountant.

b. Een tweede bezwaar van de S.E.C. heeft betrekking op de wijze, waarop in de niet geregistreerde vennootschappen somtijds getracht wordt volmachten te verkrijgen van de aandeelhouders (de z.g. proxy soliciting practices). Naar het oordeel van de S.E.C. zijn de bepalingen, welke voor de geregistreerde vennootschappen gelden, doelmatig, omdat in deze categorie excessen op dit gebied niet meer voorkomen. Van de andere categorie kan dit niet gezegd worden. Soms worden zelfs de namen van de kandidaten voor bestuursfuncties niet aan de aandeelhouders medegedeeld of ontbreken de namen van de zittende bestuurders. In andere gevallen wordt volmacht gevraagd voor de benoeming van een z.g. onafhankelijk accountant, zonder dat diens naam genoemd wordt. Zelfs is een geval bekend, waarbij de volmacht gedrukt was op de achterzijde van een dividendcheque, zodat de aandeelhouder bij het incasseren van deze cheque automatisch zijn volmacht aan de zittende bestuurders gaf. De in de praktijk doelmatig gebleken bepalingen ten aanzien van de „proxy soliciting practices” zullen in het vervolg ook voor de niet geregistreerde vennootschappen gelden.

c. Een derde doelstelling van de wet strekt zich uit op het gebied van het handelen in fondsen van de eigen vennootschap door bestuurders en grote aandeelhouders, waarbij als regel van inside information gebruik gemaakt wordt. De dividenddeclaratie of het achterwege laten van een dividenddeclaratie wordt somtijds gehanteerd als een middel tot stimulering dan wel afbrokkeling van de koersen, terwijl aan aandeelhouders-niet insiders gegevens over de resultaten werden onthouden. De bepalingen van de wet van 1934 voor de geregistreerde vennootschappen zijn drieërlei.

1. Bestuurders zijn verplicht om opgave te doen van alle transacties in fondsen van de vennootschap, waarbij zij fungeren.

2. Winsten, gerealiseerd met dergelijke transacties, vallen toe aan de vennootschap, „omdat het nu eenmaal onmogelijk is om te bepalen in hoeverre inside information bij deze transacties een rol gespeeld heeft”.

3. Aan de S.E.C. is de bevoegdheid gegeven om die transacties vrij te stellen van de sub 2 genoemde bepaling, zo zij meent, dat deze transacties

niet strijdig zijn met de doelstelling van deze bepaling. Het aangaan van een short positie in de betreffende fondsen is in alle gevallen verboden.

Het behoeft geen betoog, dat het gebruiken van deze bevoegdheid bijzonder moeilijk is gebleken. Men denke in dit verband aan het uitkeren van een tantième in de vorm van aandelen, of aan „stock option plans”, „bonusplans” en „retirement plans”. Dergelijke verkrijgingen van aandelen in de vennootschap, waarvan men bestuurder is, komen steeds meer voor, omdat het fiscale klimaat hiervoor gunstig is. De schrijver wijst op een recente uitspraak van het Court of Appeals, waarbij dit Hof bepaalde, dat de S.E.C. niet kon weigeren goedkeuring te geven aan de z.g. „Stock option plans”, omdat „stock option plans” geacht moesten worden te vallen binnen de doelstelling van deze bepaling.

Gevreesd moet worden, dat indien de winsten van de z.g. „short wing transactions” van insiders aan de vennootschappen zullen toevallen, het functioneren van de „over the counter market” zal worden gestoord. Daarom heeft de S.E.C. aan het Congres geadviseerd alleen de sub 1 genoemde bepaling (publicatie van de tot stand gebrachte transacties in eigen aandelen) uit te vaardigen en de beide andere bepalingen op te schorten, hangende de resultaten van een studie van de S.E.C. over het functioneren van de „over the counter market”. De S.E.C. koestert bepaalde verwachtingen ten aanzien van het preventieve karakter van eerstgenoemde bepaling, terwijl tevens verwacht wordt, dat door de publicatie van de transacties de S.E.C. voldoende materiaal zal verkrijgen voor het voltooien van haar studie.

Naar het oordeel van de S.E.C. zullen 633 vennootschappen onder deze wet vallen, doch van dit aantal verstrekken thans reeds 380 ondernemingen gegevens over hun vermogenspositie en resultaten aan de S.E.C.

Alle 633 vennootschappen zullen na aanvaarding van deze wet onderworpen zijn aan de bepalingen t.a.v. de „proxy soliciting” en de „inside trading provisions”.

Tenslotte wijst de schijver nog op de Europese verhoudingen. Staf-functionarissen van de S.E.C. hebben onder auspiciën van de Rockefeller Foundation een onderzoek ingesteld in Europa en hun commentaren op Europese verhoudingen „are very enlightening to us who have become inured to our Securities Acts”. De aandeelhouders van Europese vennootschappen, moge hun aantal dan ook als regel veel minder omvangrijk zijn dan in de U.S.A., „are not entitled to even the most elementary reports as to corporate finance and affairs”.

Het is naar het oordeel van Mr Gadsby niet voor discussie vatbaar, dat Europese vennootschappen, die een beroep op de Amerikaanse vermogensmarkt willen doen, onderworpen blijven aan de „essential standards of investor protection”, doch hij waarschuwt zijn landgenoten ervoor zich niet al te zeer tegenover buitenlanders te laten voorstaan op de doelmatigheid van de bescherming van de beleggers, zolang deze bescherming zich niet uitstrekt tot alle niet of niet geheel besloten vennootschappen.