

# *Rechtseconomische analyse van het Belgisch vennootschapsrecht*

**Mieke VANHOUDT**

promotor :  
Prof. dr. Lode VEREECK

## *Voorwoord*

Deze eindverhandeling werd geschreven in het kader van mijn studies Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Beleidsmanagement. Het was voor mij een uitdaging om een analyse te maken van de economische gevolgen van het Belgisch vennootschapsrecht. Het vennootschapsrecht bekleedt steeds meer een centrale plaats in het bedrijfseconomische gebeuren. Een zeer grondige kennis van deze materie, die bijna met de dag complexer wordt, dringt zich dan ook meer dan ooit op, temeer daar de relevante regelgeving gecoördineerd werd in het nieuwe Wetboek van Vennootschappen. De vennootschappen zijn onderworpen aan een heel eigen wetgeving. Het is hierbij belangrijk dat deze wetten efficiënt zijn en dat ze geen extra kosten veroorzaken voor de ondernemers, de aandeelhouders en de samenleving. Dit laatste kan negatieve gevolgen hebben voor de competitiviteit.

Aanvankelijk was het de bedoeling om het Belgisch Vennootschapsrecht in het algemeen te bespreken en te vergelijken met andere landen. Uiteindelijk, om de omvang van de thesis te beperken, is er gekozen om specifiek de problematiek van de minderheidsaandeelhouders en hun bescherming in België te onderzoeken.

Deze thesis heb ik niet alleen tot stand gebracht. Tijdens het schrijven van dit eindwerk heb ik op heel wat praktische steun kunnen rekenen.

Allereerst zou ik graag mijn promotor, Prof. Dr. Lode Vereeck, willen bedanken. Dankzij zijn raad, advies en bijstand is deze thesis tot een goed einde gekomen. Hij heeft steeds nauw toezicht gehouden op de structuur en inhoud van de tekst. Verder zou ik ook Steven Mathei willen bedanken voor zijn kennis en nuttige informatie op juridisch vlak, wat zonder twijfel een grote bijdrage heeft geleverd aan dit onderzoek.

Tot slot zou ik ook mijn ouders en mijn vriend willen bedanken voor hun bijdrage en morele steun.

## *Samenvatting*

Mieke Vanhoudt

2 LIC TEW-BM

“De rechtseconomische analyse van het  
Belgische vennootschapsrecht”

Promotor: Prof. Dr. Lode Vereeck

Academiejaar 2005-2006; 1<sup>ste</sup> zit

In Europa hebben zich de laatste jaren verschillende bedrijfsschandalen voorgedaan en ook België bleef jammer genoeg niet gespaard. Lernout & Hauspie en Picanol zijn slechts enkele voorbeelden van wanpraktijken. Vaak hebben deze schandalen grote verliezen als gevolg en dus ook tal van slachtoffers. Zulke slachtoffers kunnen onder andere investeerders en crediteuren zijn, die verliezen zullen moeten dragen als gevolg van de ineenstorting of het falend management van een bedrijf, en derde partijen die geschaad werden door de activiteiten van het bedrijf. De aandeelhouders krijgen het hard te verduren door de boekhoudkundige of opportuniteitsverliezen als gevolg van de slechte prestaties van het management. Aandeelhouders hebben boekhoudkundige verliezen wanneer ze hun geïnvesteerde rijkdom in een bepaald bedrijf geheel of gedeeltelijk verliezen. Opportuniteitsverliezen wijzen op verloren opbrengsten die aandeelhouders zouden kunnen hebben verdiend indien het management adequaat had gehandeld. Aandeelhouders zijn een interne partij voor de onderneming. Ze hebben beslist om deel te nemen in het bedrijf door kapitaal te leveren in ruil voor aandelen en een claim op het residu. Daarnaast zijn ze overeengekomen om het risico van het succes of de faling van het bedrijf te dragen: ze hebben geaccepteerd dat ze hun geïnvesteerd bedrag kunnen verliezen in geval van faillissement en dat de waarde van hun aandelen evenals de beloning die ze ontvangen voor hun investering afhankelijk zijn van het succes van de onderneming. De aandeelhouders hebben ook aanvaard dat hun investering en risico voornamelijk worden beheerd door gespecialiseerd management. Wat ze niet hebben afgesproken, is dat het management hun kapitaalinvestering voor eigen

doeleinden en belangen gaat gebruiken, zodat de aandeelhouders uiteindelijk beter hun eigen kapitaal beheerd zouden hebben. Wat bovenstaande voorbeelden daarnaast nog gemeen hebben, is dat het steeds gaat over ondernemingen die wettelijk georganiseerd zijn als vennootschappen. De meeste bedrijven opereren tegenwoordig trouwens onder deze vorm. Men kan van een vennootschap spreken indien er aan enkele voorwaarden is voldaan. Het bedrijf moet rechtspersoonlijkheid hebben, de onderneming kan fondsen inzamelen om zijn bedrijfsvoering te financieren door de verkoop van overdraagbare aandelen, de aandeelhouders hebben recht op een deel van de winst en op de activa wanneer de vennootschap ontbonden wordt en ze zijn niet aansprakelijk voor de schulden van het bedrijf en ten slotte is de managementfunctie wettelijk gescheiden van de verschaffers van aandelenkapitaal. Vooral deze laatste voorwaarde zal uitvoerig besproken worden in deze thesis omdat zich hier de grondslag bevindt van het belangenconflict tussen het management en de aandeelhouders.

De verdiensten verbonden aan bedrijfsvoering onder het wettelijke statuut van een vennootschap kunnen op twee manieren beschouwd worden. Ten eerste vergemakkelijkt de vennootschapsvorm het effectief controleren van de inputactiviteit (het "Monitorial" Model) en ten tweede is ze nuttig voor het verzamelen van fondsen om de onderneming te financieren (het "Financial" Model). Aan de hand van economische aspecten kan aangetoond worden dat er een verband bestaat tussen de vennootschapsvorm en de prestaties van het bedrijf. Er kunnen zich echter ook belangenconflicten voordoen tussen de aandeelhouders en het management. Managers kunnen het bedrijf leiden met als doel hun persoonlijke belangen na te streven in plaats van de belangen van de aandeelhouders. Dit veroorzaakt een kost voor de aandeelhouders: de bedrijfswinst waar de aandeelhouders recht op hebben en de marktwaarde van hun aandelen zullen minder zijn indien het management enkel hun eigen belangen nastreeft. Er bestaan ex post en ex ante beperkingen op de vrijheid van de aandeelhouders om in eigen belang te handelen. De ex post beperkingen zijn het stemrecht, het directiecomité, beperkte aansprakelijkheid en de verhandelbaarheid van aandelen. Deze maatregelen dienen om de aandeelhouders te beschermen en ze reduceren bovendien de beheerskosten. Beheerskosten zijn zowel de kosten die ervoor zorgen dat managers de belangen van de aandeelhouders nastreven als de kosten voor de aandeelhouders ten gevolge van

opportuïteitsverliezen. De ex post beperkingen hebben eerder een matigend dan een eliminerend effect op de belangenconflicten.

Managers worden bovendien beperkt in hun beleidsvrijheid door de werking van de markten. Marktmechanismen zorgen er voor dat de interesses van de managers en aandeelhouders ex ante op dezelfde golflengte komen. Maar er zijn imperfecties verbonden aan deze disciplinerende mechanismen, waardoor de managers uiteindelijk niet steeds in het belang van de aandeelhouders zullen handelen. De disciplinerende marktmechanismen zijn productmarkten, “incentive”-contracten, factormarkten, de dreiging van een overname en de arbeidsmarkt voor managers. Ze zullen het belangenconflict niet volledig elimineren maar enkel verzachten. Er bestaan drie mogelijke oplossingen om de beheerskosten te drukken, namelijk het bevorderen van de werking van de marktmechanismen, een strengere controle op het management en persoonlijke aansprakelijkheid van de managers ingeval van ernstig verzuim en opzettelijk wanbeleid. Daarnaast zijn er ook nog wettelijke oplossingen voor het interne kostenprobleem. Het management van een vennootschap heeft namelijk wettelijk de verplichting om steeds te handelen in het belang van de vennootschap. Bovendien hebben de aandeelhouders de mogelijkheid om bepaalde beslissingen van het management te herroepen. Ten slotte kan de persoonlijke aansprakelijkheid van managers afgedwongen worden in geval van ernstig verzuim of mismanagement. De algemene schets van dit organisatorische kader waarin belangenconflicten zich voordoen, wordt besproken in Deel 1. Er wordt onderzocht of er een relatie bestaat tussen de slechte prestaties van bepaalde bedrijven en het feit dat ze als vennootschappen zaken deden. De relatie tussen het bedrijf als economische entiteit en de vennootschapsrechtelijke vorm van organisatie wordt hierbij nader bekeken. Concreet zal getracht worden om te analyseren of, en hoe, de vennootschapsrechtelijke vorm van een organisatie gerelateerd kan worden aan het functioneren van een bedrijf. Hiervoor worden zowel de economische redenen onderzocht die aan de grond liggen van de wettelijke basisprincipes van het vennootschapsrechtelijk concept, evenals het gedrag dat de aandeelhouders bij de individuen creëren die de organisatie beheren. Er wordt getracht om beter te kunnen begrijpen hoe de vennootschapsrechtelijke vorm van een organisatie het gedrag van een onderneming en zijn controle-uitoefenende individuen kan beïnvloeden. De aandelen van open vennootschappen zijn eigendom van talrijke aandeelhouders en er is

mogelijkheid tot het actief verhandelen van de aandelen via een georganiseerde effectenmarkt of via een privaatmarkt.

In deze eindverhandeling wordt nadien specifiek ingegaan op het belangenconflict in se. In deel 2 worden in het bijzonder de minderheidsaandeelhouders van een vennootschap en hun bescherming, rechten en plichten uitvoerig besproken. Er wordt dieper ingegaan op de drie belangrijkste beschermingsvormen van aandeelhouders die in België terug te vinden zijn, met name de wettelijke, conventionele en jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Hieraan wordt telkens een apart hoofdstuk besteed. Ten slotte worden in hoofdstuk 4 de verschillende vorderingen van de minderheidsaandeelhouders uiteengezet.

Tot slot behandelt deel 3 de efficiëntie van de bescherming van de minderheidsaandeelhouders in België, zowel vanuit micro-economisch als juridisch perspectief. In hoofdstuk 1 komt eerder onderzoek inzake bescherming van aandeelhouders in verschillende landen aan bod. Er worden studies besproken die de bescherming van aandeelhouders onderzoeken. Aan de hand van een aantal criteria zoals de mogelijkheid tot stemmen via email, cumulatief stemmen, aanwezigheid van beschermingsmechanisme, krijgen landen een “antidirector rights index” toegewezen. Uit deze studies blijkt dat aandeelhoudersconcentratie, blokvorming en rechtssystemen zeer verschillend zijn tussen landen. Daarnaast genieten niet alle individuele minderheidsaandeelhouders overal dezelfde bescherming. Dit vertaalt zich in grote verschillen tussen landen, wat een vergelijking met België bemoeilijkt en tot een vertekend beeld kan leiden. Wat betreft de resultaten uit het onderzoek inzake de efficiëntie en werking van de bescherming van de minderheidsaandeelhouders in België, is het moeilijk om een éénduidige conclusie te trekken. Zoals vermeld, maken de landelijke verschillen een vergelijking niet gemakkelijk. Wat België betreft, mag men de bescherming voor minderheidsaandeelhouders niet onderschatten. Zoals deel twee aantoont, werd er op basis van een nauwgezette analyse van het Wetboek van vennootschappen een heel arsenaal van beschermingsmechanismen in kaart gebracht, die door de wetgever ter beschikking werd gesteld aan de minderheidsaandeelhouders.

Hoofdstuk 2 toont vervolgens enkele aanpassingen en initiatieven op Europees niveau zoals de Richtlijn tot het verbeteren van aandeelhoudersrechten van de Europese Commissie, het

aandeelhoudersactivisme en de Europese Naamloze Vennootschap. Deze aanpassingen kunnen geleidelijk aan zorgen voor een internationale convergentie.

Om te eindigen worden in hoofdstuk 3 nog enkele concrete cases besproken, in het bijzonder Picanol en de Nationale Bank van België, waar de belangen van minderheidsaandeelhouders geschaad werden en waarvoor ze een beroep deden op Deminor.

## *Inhoudsopgave*

Voorwoord

Samenvatting

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Methodologische aspecten.....	1
1.1. Praktijkprobleem.....	1
1.2. Onderzoeksopzet.....	2
1.3. Onderzoeksdoel .....	4
1.4. Onderzoeksvragen .....	4
1.5. Procedure van gegevensverzameling.....	5
<b>Deel 1: De vennootschap als organisatiestructuur.....</b>	<b>7</b>
Hoofdstuk 2: Het bedrijf in vennootschapsrechtelijke vorm .....	7
2.1 Definitie van het bedrijf.....	7
2.2. De oorzaken van de oorsprong van bedrijven .....	9
2.3. De vennootschap als organisatiestructuur voor bedrijven .....	13
2.3.1. Rechtspersoonlijkheid.....	14
2.3.2. Verhandelbare aandelen.....	14
2.3.3. Beperkte aansprakelijkheid.....	15
2.3.4. Gecentraliseerd management.....	16
2.3.5. Het “Monitorial” Model en het “Financial” Model .....	17
2.3.5.1. Het “Monitorial” Model.....	17
2.3.5.2. Het “Financial” Model.....	22
Hoofdstuk 3: Managers versus aandeelhouders: conflicterende belangen .....	25
3.1. Het probleem van interne kosten .....	25
3.1.1. Nutsmaximalisatie van de manager .....	26
3.1.2. Controle door aandeelhouders .....	28



3.1.3. Ex post en ex ante beperkingen op de vrijheid van managers .....	30
3.1.3.1. Productmarkten .....	30
3.1.3.2. “Incentive”-contracten .....	31
3.1.3.3. Factormarkten .....	33
3.1.3.4. De dreiging van een overname .....	34
3.1.3.5. De arbeidsmarkt voor managers .....	35
3.2. Efficiënte oplossingen voor het belangenconflict.....	37
3.2.1. Het bevorderen van de werking van marktmechanismen .....	37
3.2.2. Een strengere controle op het management .....	39
3.2.3. Persoonlijke aansprakelijkheid van de managers .....	41
3.3. Juridische oplossingen voor de interne kosten .....	42
3.3.1. Het vennootschapsbelang versus het aandeelhoudersbelang.....	42
3.3.2. De mogelijkheid tot het herroepen van managementbeslissingen.....	44
3.3.3. De persoonlijke aansprakelijkheid van managers.....	44
Hoofdstuk 4: Beperkte aansprakelijkheid en organisatorisch gedrag.....	46
<b>Deel 2: De vennootschap en zijn minderheidsaandeelhouders in België .....</b>	<b>48</b>
Hoofdstuk 1: Wettelijke bescherming van minderheidsaandeelhouders .....	50
1.1. Het recht om de bijeenroeping van de algemene vergadering te vorderen.....	51
1.2. Het vraagrecht.....	52
1.3. Het recht op informatie van aandeelhouders .....	53
1.4. Bijzondere meerderheden voor belangrijke beslissingen .....	54
1.5. Andere wettelijke bepalingen .....	55
Hoofdstuk 2: De conventionele bescherming van aandeelhouders .....	63
2.1. Statutaire beperking van het stemrecht.....	63
2.2. Garanties inzake de vertegenwoordiging van bepaalde aandeelhouders in de raad van bestuur.....	64
2.3. De invoering van bijzondere meerderheden in de statuten.....	65
2.4. Statutaire overeenkomsten m.b.t. de winstuitkering.....	65
2.5. Clausules die de overdraagbaarheid van de aandelen beperken .....	65
2.6. Aankoop –en verkoopopties .....	68
2.7. “Corporate governance”- clausules.....	68

2.8. Het sell-outrecht.....	70
2.9. Andere “aandeelhouders –en/of stemovereenkomsten .....	73
Hoofdstuk 3: De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouders .....	74
Hoofdstuk 4: De vorderingen van de minderheidsaandeelhouders .....	76
<b>Deel 3: De bescherming van de minderheidsaandeelhouders in België.....</b>	<b>81</b>
Hoofdstuk 1: Eerder onderzoek inzake bescherming van aandeelhouders.....	83
1.1. Verschil in rechtssystemen.....	83
1.2. Aandeelhouderconcentratie en blokvorming .....	89
Hoofdstuk 2: Aanpassingen aan de rechten van aandeelhouders in België.....	96
Hoofdstuk 3: Deminor en enkele voorbeeldcases.....	100
3.1. De case Picanol .....	100
3.2. De case Nationale Bank van België.....	102
Conclusie .....	108
Bibliografie .....	112
Bijlagen.....	118

## ***Hoofdstuk 1: Methodologische aspecten***

Allereerst wordt het praktijkprobleem beschreven waarop de onderwerpkeuze van deze eindverhandeling gebaseerd is. Vervolgens worden de onderzoeksopzet besproken en de onderzoeksvragen gedefinieerd. Ten slotte wordt de methodologische aanpak uitvoerig omschreven.

### 1.1. Praktijkprobleem

De laatste jaren zijn er veel bedrijfsschandalen opgedoken in de economische pers. De Verenigde Staten werden opschrikt door ondernemingsschandalen van onder meer Enron, Worldcom en Xerox, maar ook in Europa kwamen een aantal schandalen aan het licht. Lernout & Hauspie, Parmalat, Picanol en Ahold zijn slechts enkele voorbeelden van wanpraktijken. Dit brengt verliezen met zich mee voor verschillende belangengroepen. Maar dikwijls zijn de aandeelhouders de grootste slachtoffers van frauduleuze praktijken binnen bedrijven. Ze wensen te investeren in een onderneming, maar vertrouwen het ondernemingsbestuur toe aan andere personen. De scheiding tussen eigendom en bestuur, het “agencyprobleem” genaamd, ligt dan ook aan de basis van de hele corporate governanceproblematiek.

Naast het belangenconflict tussen het management en aandeelhouders, kunnen aandeelhouders ook onderling moeilijkheden ervaren. Zo worden de kleine aandeelhouders onderworpen aan de wil van de meerderheidsaandeelhouders. Dit probleem komt vaker voor in landen waar de stichtende families traditioneel deel uitmaken van de aandeelhoudersstructuur, zoals onder meer in België, meer dan in Angelsaksische kapitaalmarkten waar aandelenbezit meestal wijd verspreid is. Dit onderzoek richt zich dan ook op belangenconflicten tussen de verschillende partijen in de vennootschap. De nadruk wordt gelegd op de situatie van de minderheidsaandeelhouders. De concrete doelstelling van dit onderzoek wordt duidelijk aan de hand van de onderzoeksopzet en onderzoeksvragen.

## 1.2. Onderzoeksopzet

De relatie tussen de vennootschapsrechtelijke vorm en het gedrag van het bedrijf en individuen zal onderzocht worden vanuit de micro-economische theorie. Het gebruik van economische theorieën en analysemethoden om het wettelijke concept te begrijpen plaats deze studie in zowel een economische als een juridische context. Het concept van de vennootschap en het bedrijf dat op deze manier wordt gestructureerd, zijn delen van het institutioneel kader van de moderne markteconomie. Een deel van dit onderzoek vindt zijn oorsprong in de neo-institutionele economie. Economische analyse maakt verder een onderscheid tussen empirisch en conceptuele analyse. Empirische analyse focust zich op de feitelijke gegevens om een onderwerp uit te leggen en te begrijpen. Conceptuele analyse tracht een thema of probleem te onderzoeken aan de hand van een theoretische analyse gebaseerd op assumpties, paradigma's en methodologische hulpmiddelen. In deze thesis wordt de tweede vorm van de analyse gehanteerd en er zal verwezen worden naar empirische bevindingen indien ze de economische theorie wat betreft de beweegredenen en effecten van het vennootschapsrechtelijke concept verduidelijken. Er zal getracht worden om elementen samen te brengen die relevant zijn om een economische theorie te formuleren van de vennootschapsrechtelijke vorm van bedrijven.

Economische theorieën nemen vaak assumpties aan wat betreft de institutionele structuur van de economie en het gedrag van individuen en bedrijven. Vele neoklassieke economische analyses zijn bijvoorbeeld gebaseerd op de assumptie dat markten perfect competitief zijn. Het perfecte competitie model veronderstelt dat er vele kopers en verkopers in de markt zijn, die allemaal perfecte informatie hebben wat betreft de prijzen en beschikbare producten. Bovendien zijn alle aangeboden producten volgen dit model homogeen, is er volledige vrijheid om de markt te betreden en te verlaten en wordt de marktprijs aan alle partijen in de markt gegeven. Economisten beseffen dat de praktijk hiervan afwijkt, maar het model maakt het mogelijk om de werking van de markten en het gedrag van de consumenten en producenten te analyseren.

Een andere gebruikelijke assumptie van de neoklassieke economen is dat mensen rationele nutsmaximeerders zijn. Deze assumptie wordt dikwijls verkeerd geïnterpreteerd. Het betekent niet dat alle mensen steeds perfect rationeel handelen in psychologische zin, of dat ze geen

rekening houden met andere mensen. Het betekent ook niet dat mensen voortdurend, bewust en systematisch, op zoek zijn naar hun maximale persoonlijke nut. Rationele nutsmaximalisatie wil zeggen dat mensen, in een wereld waarin de totale beschikbare bronnen schaars zijn, hun behoeften kunnen rangschikken. Nadien kunnen ze dan beslissingen maken (keuzes) op basis van voorkeuren en relatieve prijzen, met als doel hun totale voldoening (i.e. nut) te maximaliseren binnen het beschikbare budget en de andere beperkingen (bijvoorbeeld van tijd of informatie). Maximaal nut vereist een vergelijking van het marginale nut per gependeerde euro op ongelijksoortige goederen en diensten.<sup>1</sup> Doorheen deze thesis zal verondersteld worden dat personen betrokken bij vennootschapsrechtelijke vorm van organisatie, rationele nutsmaximeerders zijn, zoals hierboven beschreven. De nutsfunctie van een persoon, die de voorkeuren voorstelt gebaseerd op het nut dat de persoon ervan verwacht, kan zowel geldelijke als niet-geldelijke componenten bevatten. Rijkdom is slechts één bron van nut. Een manager kan zowel een hoog salaris als veel vrije tijd waarderen. Wat de aandeelhouders betreft, is het moeilijk te achterhalen of er niet-geldelijke factoren zijn die hun nut kunnen maximaliseren in de vennootschap. Daarom zal voor de aandeelhouders, maar niet voor de managers, maximum nut gelijkgesteld worden aan maximum welvaart.

Ten slotte maakt de economische analyse een onderscheid tussen positieve (“wat is”) en normatieve (“wat zou moeten zijn”) analyse. Bij positieve analyse ligt de nadruk op de uitleg en voorspelling van gedragspatronen in een institutionele omgeving en hoe deze de allocatie van schaarse bronnen aan alternatieve doeleinden beïnvloeden. Positieve analyse voorspelt ook de effecten van mogelijke veranderingen in omstandigheden die relevant zijn voor de keuzes van economische agenten tussen alternatieve gebruiken van schaarse bronnen, inclusief mogelijke wijzingen van het institutionele kader van de economie. Positieve economie is onafhankelijk van enige normatieve beoordeling of mening.<sup>2</sup> Normatieve analyse concentreert zich op wijzigingen in de allocatie van bronnen, gegeven dat het totaal aan bronnen beperkt is. Daarnaast focust het zich ook op het ontwikkelen van veranderingen in het institutionele kader van de economie voor dit opzet. Deze thesis is voornamelijk gebaseerd op positieve analyse. De normatieve analyse zal vooral worden toegepast wanneer er mogelijke remedies worden besproken voor bepaalde gebreken van de vennootschapsrechtelijke vorm.

---

<sup>1</sup> R. G. LIPSEY, P. N. COURANT, C. T.S. RAGAN, (1999), *Economics*, Twelfth Edition, Adison-Wesley, 134

<sup>2</sup> M.FRIEDMAN, (1953), *The Methodology of Positive Economics*, University of Chicago Press, 4

### 1.3. Onderzoeksdoel

In deze eindverhandeling wordt de situatie van minderheidsaandeelhouders van een onderneming onderzocht. Dit wordt voornamelijk gedaan aan de hand van een literatuurstudie. Ten eerste worden de economische functies van de vennootschap als organisatievorm besproken. Daarnaast worden de vier wezenskenmerken van de vennootschap uitvoerig omschreven, namelijk: rechtspersoonlijkheid, beperkte aansprakelijkheid, scheiding tussen bestuur en aandeelhouderschap en overdraagbare aandelen. Vervolgens wordt het belangenconflict tussen aandeelhouders en bestuurders en het bestaan van “agency costs” besproken. De bijhorende oplossingen en hun imperfecties worden ook behandeld. Ten tweede zullen de drie belangrijkste beschermingsvormen bondig uiteengezet worden, waarvan de aandeelhouders in België kunnen genieten. Ten slotte zal onderzocht worden of deze bescherming van de minderheidsaandeelhouders efficiënt is in België. Dit wordt onder andere geëvalueerd aan de hand van eerder gedaan onderzoek inzake deze materie. Daarnaast zullen er ook een aantal concrete cases aan bod komen. Deze zullen als voorbeelden fungeren om te illustreren waarom en waartegen de minderheidsaandeelhouders beschermd moeten worden.

### 1.4. Onderzoeksvragen

Het onderzoek wordt uitgewerkt aan de hand van een centrale onderzoeksvraag. Met behulp van deelvragen worden de verschillende aspecten van de centrale onderzoeksvraag besproken.

#### **De centrale onderzoeksvraag:**

De centrale onderzoeksvraag van deze eindverhandeling luidt:

*Is het Belgische vennootschapsrecht met betrekking tot de bescherming van de minderheidsaandeelhouders efficiënt?*

**Deelvragen:**

Het onderzoeksonderwerp wordt op een gestructureerde wijze benaderd aan de hand van een aantal deelvragen die uit de centrale onderzoeksvraag afgeleid worden:

1. Wat is de relatie tussen de vennootschapsrechtelijke vorm en het gedrag van het bedrijf en individuen die het controleren vanuit micro-economisch standpunt?
2. Welke economische mechanismen en wettelijke maatregelen bestaan er om de interesses van het management en de aandeelhouders op dezelfde lijn te krijgen?
3. Wat is het verband tussen de vennootschappelijke bescherming van minderheidsaandeelhouders en de prestaties van een vennootschap?
4. Wat zijn de aanpassingen op vlak van de rechten van minderheidsaandeelhouders?
5. Is het Belgische vennootschapsrecht efficiënt op vlak van minderheidsaandeelhouders en voldoet de bescherming van deze minderheidsaandeelhouders?

Allereerst wordt er in het onderzoek een studie gedaan naar de werking van de vennootschappen, waaruit zal blijken dat er belangenconflicten kunnen bestaan tussen het management en de aandeelhouders van een bedrijf. Het management kan immers andere doelen nastreven dan vooropgesteld door de aandeelhouders. Hierdoor komen de belangen van de aandeelhouders in gedrang. Na deze analyse, zal de aandacht gevestigd worden op de minderheidsaandeelhouders. Er zal een onderzoek naar economische en juridische instanties gedaan worden, die een antwoord bieden op deze specifieke materie. Er zal worden nagegaan welke de rechten en plichten zijn van de minderheidsaandeelhouders, welke bescherming ze genieten en welke aanpassingen er de laatste jaren zijn gemaakt.

#### 1.5. Procedure van gegevensverzameling

Voor de literatuurstudie zijn er verschillende informatiebronnen geraadpleegd. Er werd ten eerste vooral gebruik gemaakt van het Internet. Hier werd er informatie gevonden over gerechtelijke instanties, universiteiten en personen die wetenschappelijk onderzoek naar dit onderwerp doen, en bedrijven en organisaties die gespecialiseerde en professionele kennis hebben. De artikels en informatie werden nauwkeurig gecontroleerd op de wetenschappelijkheid ervan. Belangrijke zoektermen waren: Belgische vennootschapsrecht,

minderheidsaandeelhouders, vennootschap, rechtspersoonlijkheid, aandeelhouders, conflicts of interest, aandelen, aandeelhoudersconcentratie en blokvorming. Daarnaast zijn in de universitaire bibliotheken boeken gezocht in verband met dit onderwerp. Dit leverde aanzienlijk wat relevante en interessante boeken op. Verder zijn ook verschillende vaktijdschriften in de universitaire bibliotheken en de elektronische bronnen op website van Universiteit Hasselt<sup>3</sup> geraadpleegd.

---

<sup>3</sup> [www.uhasselt.be](http://www.uhasselt.be)



## **Deel 1: De vennootschap als organisatiestructuur**

Vooreerst zal er een korte beschrijving gegeven worden van het ontstaan en de definitie van bedrijven. Daarna komt de structuur van de bedrijven in de vennootschapsrechtelijke vorm aan bod. De verdiensten van deze bedrijven worden beschreven aan de hand van twee modellen; het “Monitoral” model en het “Financial” model. Er wordt vooral aandacht geschonken aan de voordelen die de vorm vennootschap met zich meebrengt, waaronder beperkte aansprakelijkheid en rechtspersoonlijkheid. Een ander gevolg is het bestaan van een organisatorische scheiding tussen het bestuur van de onderneming en deelneming in het kapitaal ervan. Maar uit de tekst zal blijken dat managers en aandeelhouders dikwijls verschillende belangen nastreven wat betreft de bedrijfsvoering. Het probleem van “agency costs” waarvoor deze belangentegenstelling verantwoordelijk voor is en de mogelijke remedies zullen onderzocht worden. Daarnaast zullen ook de verschillende economische en wettelijke mechanismen besproken worden die opereren ter voorkoming van dit conflict.

### ***Hoofdstuk 2: Het bedrijf in vennootschapsrechtelijke vorm***

#### 2.1 Definitie van het bedrijf

Een bedrijf kan gezien worden als een serie van inputs (grondstoffen, arbeid en kapitaal) waaruit de maximale output wordt geproduceerd met een gegeven kennis en technologie. In de neoklassieke economie wordt een bedrijf dan ook gedefinieerd als een productiefunctie. Het neoklassieke bedrijf bestaat uit drie componenten: de bronnen (input), de output en de markt waar de firma haar producten aanbiedt aan externe partijen. Daarnaast is de essentie van het bedrijf volgens de neoklassieke, de coöperatieve activiteit, het teamwerk van verschillende inpuiteigenaars. Op deze manier kan het bedrijf gedefinieerd worden als een coalitie van die verschillende eigenaars, die gezamenlijk meer output kunnen produceren dan ieder individueel. De vooronderstelling van deze aanpak is dat er uit deze coöperatie een

voordeel ontstaat, wat de individuen motiveert om hun krachten samen te bundelen.<sup>4</sup> De eigenaars van inputs hebben het recht om beslissingen te nemen over de waarde van de input, de vruchten ervan te plukken en om zich van zijn rechten te ontdoen. Deze rechten worden in de micro-economische theorie ook wel “eigendomsrechten” genoemd.<sup>5</sup> Om gezamenlijke productie dus mogelijk te maken moeten de personen met eigendomsrechten onder elkaar contracten opstellen. Bijgevolg kan men een bedrijf bekijken als een set van contracten tussen verschillende inputeigenaars en ze dient hierbij als schakel of “nexus”.<sup>6</sup>

Daarnaast kan een bedrijf ook beschouwd worden al een alternatief voor een serie van éénmalige markttransacties ( “spot contracts”). De neoklassieke economie leert ons dat het marktmechanisme, i.e. handelstransacties op basis van een relatieve prijs, economische activiteiten coördineert door schaarse bronnen tegen hun hoogste waarde te alloceren. Dit gebeurt door diegene met eigendomsrechten toe te laten vrij inputs uit te wisselen tegen een overeengekomen prijs. Adam Smith (1776) noemde dit de “onzichtbare hand” van het marktmechanisme.<sup>7</sup> Maar binnen een bedrijf wordt het gebruik van inputs niet bepaald door markttransacties, geleid door relatieve prijzen. In een bedrijf echter coördineert “de zichtbare hand van het management” de allocatie van de inputs. Welke bronnen er voor welke doeleinden worden gebruikt, wordt bepaald door het management. Hieruit volgt dat markten en bedrijven alternatieve methoden zijn om de productie te organiseren.<sup>8</sup>

Volgens Coase (1937) worden markttransacties binnen een bedrijf vervangen door iemand die de productie regelt, namelijk een “ondernemer-coördinator”. Het interne allocatiesysteem binnen een bedrijf wordt door Alchian en Demsetz (1972) evenwel uitgelegd aan de hand van

---

<sup>4</sup>A.A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 772

<sup>5</sup>,A.A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 773

<sup>6</sup>M.C. JENSEN en W.H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 311

E.F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, 88 *Journal of Political Economy*, 290

O.E. WILLIAMSON, (1985), *The Economic Institutions of Capitalism-Firms, Markets, Relational Contracting*, New York: Free Press, 68

<sup>7</sup> A. SMITH, (1981), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of the Nations*, (originally published in 1776), Vol. 1 and 2, edited by Campbell R.H., 456

<sup>8</sup>R.H COASE, (1936), *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (n.s.), 388

hun contractuele aard. Naar hun mening heeft het intrabedrijf coördinator helemaal geen autoriteit maar hij is eerder een “centrale contractuele agent in het productieproces”.<sup>9</sup> Het bedrijf kan volgens hen gezien worden als een gespecialiseerd surrogaat van de markt, meerbepaald een private markt van inpuiteigenaars met als doel het gebruik van inputs in teamverband.<sup>10</sup> Coase besluit dat de afwezigheid van het prijsmechanisme het onderscheidende kenmerk van een bedrijf is.<sup>11</sup>

## 2.2. De oorzaken van de oorsprong van bedrijven

Dé vraag waar het in dit deel om draait is: “Wat zijn de verdiensten van het organiseren van de productie in een bedrijf?” Adam Smith (1981) was de eerste die een poging ondernam om een verklaarbare theorie van het bedrijf te formuleren. Hij linkte het bestaan van bedrijven met de samenwerking tussen eigenaars van productiefactoren om te kunnen produceren op grote schaal, wat op zijn beurt de specialisatie van productiefactoren in verschillende activiteiten mogelijk maakte.<sup>12</sup> Specialisatie van arbeid en materiaal zal ervoor zorgen dat grootschalige productie resulteert in productiviteitsverbetering en reducties in productiekosten per eenheid.<sup>13</sup>

Een tweede bijdrage voor het ontstaan van bedrijven komt van Frank Knight (1921). Smith heeft het over specialisatie in de technische zin, namelijk in verschillende delen van het productieproces en in verschillende technische vaardigheden. In tegenstelling tot Smith bedoelt Knight met specialisatie, het inschatten van risico’s waaraan de economische activiteit onderworpen is. Als er geen onzekerheid zou zijn dan zouden er volgens hem geen bedrijven voordoen. Mensen die risico durven nemen, “ondernemers”, zullen de productie gaan

---

<sup>9</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 778

<sup>10</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 793-795

<sup>11</sup> R. H COASE, (1936), *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (n.s.), 389

<sup>12</sup> A. SMITH, (1981), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of the Nations*, (originally published in 1776), Vol. 1 and 2, edited by Campbell R.H., 14-15

<sup>13</sup> A. SMITH, (1981), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of the Nations*, (originally published in 1776), Vol. 1 and 2, edited by Campbell R.H., 15

organiseren. Zij zullen zich gaan specialiseren in het dragen van onzekerheid en het nemen van risico's. Daarnaast beweert hij dat er ook risico-averse personen bestaan. Deze "werknemers" zullen hun productieve diensten aanbieden aan de ondernemers in ruil voor een vergoeding. Ze zullen instructies uitvoeren waarvoor ze in ruil een zekerheid van inkomen hebben. Samengevat is de ondernemer een specialist in zowel risico's nemen als leiderschap. Tot slot besluit Knight dat bedrijven ontstaan als resultaat van het overdragen van risico aan de ondernemers die de economische activiteit coördineren.<sup>14</sup>

Een derde verklaring voor het ontstaan van bedrijven werd gegeven door Ronald Coase (1937). Hij begint zijn theorie met een verwijzing naar het feit dat het marktmechanisme de mogelijkheid heeft om het gebruik van productieve bronnen te coördineren. In een markteconomie worden transactie gevoerd op basis van relatieve prijzen teneinde voordelen te halen uit de ruilhandel. Voordelen uit handel ontstaan voornamelijk doordat mensen zich gaan specialiseren in verschillende activiteiten; ruilhandel is min of meer het tegengestelde van specialisatie. Wanneer een persoon zich specialiseert in een bepaald goed of dienst die hij verkoopt op de markt, kan hij de opbrengsten daarvan gebruiken om andere goederen en diensten te kopen. Hierdoor kan hij zijn persoonlijke behoeften beter aanvullen dan wanneer hij alles zelf zou moeten produceren. Marktprijzen zorgen ervoor dat individuen zich gaan specialiseren in een bepaalde activiteit waarin zij een comparatief voordeel hebben. Coase zegt nu dat er geen speciaal "geïntegreerd instrument", zoals een firma, voor nodig is om de voordelen van specialisatie te bewerkstelligen. Dit gebeurt volgens hem al in een reeds bestaande vorm van een dergelijk instrument, namelijk het marktmechanisme.<sup>15</sup> Hij concludeert dat specialisatie per se geen voldoende verklaring is voor het ontstaan van bedrijven.<sup>16</sup> Bedrijven ontstaan omdat er een kost verbonden is aan het gebruik van het marktmechanisme, meerbepaald de transactiekosten. Deze kosten kunnen vermeden worden door de productie in een bedrijf te organiseren.<sup>17</sup> Indien de kost om markttransacties uit te voeren nul zou zijn, zouden bedrijven geen doel hebben en bijgevolg niet bestaan.<sup>18</sup> Transactiekosten verwijzen naar alle kosten die mensen beschouwen om zich te

---

<sup>14</sup>F. H. KNIGHT, (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston: Houghton Mifflin Co., 265-271

<http://www.msu.edu/~emmttr/fhk/rup.htm>

<sup>15</sup> R. H. COASE, (1936), *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (n.s.), 398

<sup>16</sup> R. H. COASE, (1936), *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (n.s.), 400

<sup>17</sup> R. H. COASE, (1936), *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (n.s.), 392

<sup>18</sup> R. H. COASE, (1936), *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (n.s.), 394

engageren, in een transactie, afgezien van de contractprijs en los van de productiekosten van het goed of de dienst. Het zijn de kosten van eender welke ondernomen activiteit om gebruik te maken van het prijsmechanisme. Het zijn kosten om kopers en verkopers samen te brengen en om ruiltransactie te organiseren en uit te voeren.<sup>19</sup> Binnen het bedrijf worden transactiekosten gespaard doordat de autoriteit het gebruik van bronnen dirigeert aan de hand van instructies. Productie zal dus georganiseerd worden in een bedrijf zolang de allocatie van bronnen gebeurd tegen een lagere kost dan de allocatie van bronnen door middel van het marktmechanisme.<sup>20</sup>

Een vierde beweegreden voor het ontstaan van bedrijven werd ontwikkeld door Alchian en Demsetz (1972). Ze bekritisieren Coase omdat hij faalde de factoren te identificeren die bepalen wanneer de kost van het organiseren van economische activiteit laag is, relatief ten opzichte van de kost om markttransacties uit te voeren.<sup>21</sup> Alchian en Demsetz hebben een bron van kostenverschillen geïdentificeerd tussen het bedrijf en de markt als methoden van organisatie, meer bepaald het teamgebruik van inputs en “shirking” problemen gerelateerd aan teamproductie. Teamwork verwijst naar een productieproces waarbij verschillende inputs van meerdere leveranciers een output generen die meer is dan de som van de individuele inputs.<sup>22</sup> Dit surplus is het voordeel dat zich voor doet door samen te werken in een team. Maar omdat de individuele bijdrage van elk teamlid aan de output niet direct en goedkoop kan gemeten worden, is het zowel moeilijk als duur om het loon van elk individu te bepalen in functie van zijn marginaal product. Dit heeft als gevolg dat er “shirking problems” ontstaan. Dit wil zeggen dat een teamlid de mogelijkheid heeft om te profiteren van anderen, zonder dat zijn dalende resultaten aan het licht komen en zonder dat zijn beloning wordt verminderd in verhouding tot zijn nalatigheid. Dit probleem is ook beter bekend als het “free riders problem” of als het “prisoners’ dilemma” van Nobelprijswinnaar John F. Nash. In zo verre dat “shirking” zal resulteren in een netto verhoging van hun nut zullen individuen dit blijven doen. Een daling van de teamproductiviteit, die resulteert in een daling van de totale output en

---

<sup>19</sup> H. DEMSETZ, (1997), *The Firm in Economic Theory: A Quiet Revolution*, 86 American Economic Review, 426

<sup>20</sup> R.H. COASE, (1936), *The Nature of the Firm*, 4 *Economica* (n.s.), 392

<sup>21</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 American Economic Review, 783-784

<sup>22</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 American Economic Review, 779

een daling van de netto winst, is een van de nadelige gevolgen van “shirking”. Een bedrijf kan dan enkel nog overleven indien de verdiensten minstens zo hoog zijn als de opportuniteitskosten van de inputs, d.w.z. het bedrag dat ze elders konden verdienen indien ze niet deel uit zouden maken van het team. Aan het opsporen van shirking en om de verliezen ervan te voorkomen zijn kosten verbonden, “monitoring costs”, kosten om teamleden kritisch te volgen. Maar het nadeel van deze kosten is dat ze individuen ervan weerhouden om deze taak van monitor op zich te nemen.

In de theorie van Alchian en Demsetz ontstaat een bedrijf om deze shirking problems op te lossen. Volgens hun benadering is er in het bedrijf een centrale agent die de individuele productiviteit meet, “shirking” opspoort, de teamleden discipline bij brengt, taken toewijst en de samenstelling van het team kan veranderen.<sup>23</sup> De monitor krijgt als motivatie een beloning die recht geeft op een bedrag dat overblijft nadat alle inputs betaald werden. Shirking is in feite een speciale kost gerelateerd aan teamwerk en die zich voordoet omdat het moeilijk is om de individuele productiviteit te meten. Indien de productie georganiseerd wordt in een bedrijf en niet door middel van markttransacties, zal deze kost effectiever en goedkoper verminderd worden. De reden hiervoor is dat er in een systeem van bilaterale transacties geen centrale agent is om controle uit te oefenen.<sup>24</sup> Productie in een team zal bijgevolg georganiseerd worden in een bedrijf indien er een netto verhoging van de productiviteit tot stand gebracht kan worden, terwijl er rekening wordt gehouden met de kosten van het “shirking” probleem en de monitoruitgaven.<sup>25</sup> De firma kan zodoende gezien worden als een middel om de voordelen van samenwerking te volbrengen, in situaties waarin het prijsmechanisme faalt.<sup>26</sup>

---

<sup>23</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 783-784

<sup>24</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 794, 782

<sup>25</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 780

<sup>26</sup> K. J. ARROW, (1974), *The Limits Of Organization*, New York: Norton and Co., 33

### 2.3. De vennootschap als organisatiestructuur voor bedrijven

Vele bedrijven zijn hedendaags wettelijk georganiseerd als vennootschappen. De vennootschap is dan ook de meest voorkomende bedrijfsvorm. Dit blijkt niet zozeer uit het absolute aantal vennootschappen die er zijn, maar eerder uit het percentage van verkopen en ontvangsten die ze genereren, evenals het aantal werknemers die ze tewerkstellen. De tabel hieronder geeft het aantal oprichtingen van Naamloze Vennootschappen in België vanaf het jaar 2002.

Jaar	JAN	FEB	MAA	APR	MEI	JUN	JUL	AUG	SEP	OKT	NOV	DEC	Totaal
2002	10533	7211	6910	10271	6501	5842	8726	5189	6081	10931	6127	6865	91187
2003	11888	7184	6543	10277	6636	6336	9635	5667	6895	12672	7468	7923	99124
2004	12778	8641	8252	13843	7412	6770	11102	6410	6744	13955	7670	8028	111605
2005	13989	9333	8971	13692	8045	7610	11072	6820	7849	13902	7523	10502	119308
2006	15751	6771	1980	0	0	0	0	0	0	0	0	0	24502

(Bron: Bijlage tot het Belgische Staatsblad, BTW-administratie en de Kruispuntbank van Ondernemingen)<sup>27</sup>

Een definitie van een vennootschap zou kunnen zijn dat het een legale fictie is die dienst doet als een schakel om contracten tussen partijen te voorzien en die gekenmerkt wordt door verdeelbare residuclaims op de activa en cashflows van de organisatie. Deze kunnen verkocht worden zonder de toestemming van andere contractpartijen.<sup>28</sup> Het wettelijke concept van een vennootschap is dat van een organisatorisch instrument dat het mogelijk maakt om een economische activiteit te organiseren in de vorm van een bedrijf tegen kosten die lager zijn dan de kosten die men heeft indien men transacties in de markt verricht. Doch is dit niet het enige wettelijke concept wat er bestaat. In België heeft men de keuze uit onder andere de Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid (BVBA), de éénmanszaak, een Commanditaire Vennootschap (CV)....

De voornaamste organisatorische kenmerken van een Naamloze Vennootschap (NV) zijn rechtspersoonlijkheid, verhandelbare aandelen, beperkte aansprakelijkheid en gecentraliseerd

<sup>27</sup> <http://gateway.graydon.be/NL/FrameGraydon.htm>

<sup>28</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics, 311

management. Indien in het verdere verloop van dit werk gesproken wordt over een vennootschap, wordt de Naamloze Vennootschap bedoeld.

### *2.3.1. Rechtspersoonlijkheid*

Wanneer een vennootschap rechtspersoonlijkheid bezit, betekent dit dat ze op zichzelf en in eigen naam, rechten en verplichtingen heeft die onafhankelijk zijn van de rechten en de plichten van zijn lastgevers. De vennootschap kan als entiteit handelen in de markt, verschillende van zijn aandeelhouders, eigendommen verwerven en vervreemden en schulden aangaan op eigen naam.<sup>29</sup> Daarnaast heeft ze toegang tot de rechterlijke macht.

### *2.3.2. Verhandelbare aandelen*

Een tweede kenmerk van de vennootschap is de verdeling van zijn kapitaal in verhandelbare aandelen. De aandeelhouders hebben recht op de winsten na belastingen. Ze ontvangen deze winsten in de vorm van dividenden die betaald worden door de vennootschap. Bovendien hebben de aandeelhouders in geval van liquidatie van de vennootschap recht op de resterende activa nadat de geldelijke verplichtingen ten opzichte van crediteuren voldaan zijn. Daarnaast hebben ze nog recht op kapitaalverhogingen die berekend worden aan de hand van de marktprijs van hun aandelen. De dividenden en kapitaalverhogingen zijn niet vast maar zijn afhankelijk van het succes en de winstgevendheid van het bedrijf. Hetzelfde geldt voor de eventuele terugbetaling van de kapitaalbijdrage van de aandeelhouders in geval van ontbinding. Aandeelhouders hebben in tegenstelling tot verleners geen vaste claim op de verdiensten en activa van het bedrijf. De aandeelhoudersclaim is ondergeschikt aan die van de crediteurs, inclusief belastingsclaims. Aandeelhouders zijn dus onderworpen aan een zeker risico maar ze kunnen dit voornamelijk beïnvloeden op twee manieren: ze kunnen op de Algemene Vergadering stemmen en ze kunnen hun aandelen verkopen aan derden. Een aandeel bevat in principe een stemrecht en een verhandelrecht.<sup>30</sup> Beide rechten zorgen ervoor dat aandeelhouders hun investering kunnen beschermen. Een voorbeeld van een wettelijk recht van aandeelhouders is het recht om te stemmen over amendementen van artikels van de

---

<sup>29</sup> S. M. BAINBRIDGE, (2002), *Corporation Law and Economics*, New York Foundation Press, 6

<sup>30</sup> Er bestaan ook aandelen zonder stemrecht maar hierover zal niet worden uitgewijd in deze thesis.



vennootschap en over de ontbinding van de vennootschap, bijvoorbeeld in geval van een fusie.<sup>31</sup>

### 2.3.3. Beperkte aansprakelijkheid

Naast het stemrecht en het verhandelrecht is er nog een derde kenmerk dat de aandeelhouders beschermt, de beperkte aansprakelijkheid. Dit betekent dat de aandeelhouders noch verantwoordelijk zijn voor de naleving van contractuele verplichtingen, noch voor de onrechtmatige daden gesteld door de vennootschap of een van zijn werknemers.<sup>32</sup> Indien een vennootschap faalt, zal een aandeelhouder nooit meer kunnen verliezen dan zijn geïnvesteerd kapitaal. Men kan concluderen dat de beperkte aansprakelijkheid de meest kostbare eigenschap van de vennootschap is.<sup>33</sup> Een vennootschap is burgerlijk aansprakelijk voor contractuele verplichtingen ten opzichte van werknemers, voor onrechtmatige daden die voortvloeien uit de bedrijfsvoering, voor belastingen gevorderd door de fiscus en voor de sociale zekerheidspremies. Zowel de aandeelhouders, raad van bestuur, directiecomité als de werknemers zijn niet aansprakelijk voor de verplichtingen van de entiteit.

De bestuurders zijn de gemandateerden van de vennootschap. Zij handelen in naam van de vennootschap, wat inhoudt dat zij alle wettelijke taken moeten vervullen en in het algemeen alle verplichtingen van de gevolmachtigde moeten nakomen. Zij zijn tevens onderworpen aan het gemeen burgerlijk aansprakelijkheidsrecht dat zegt dat elke onrechtmatige daad van een persoon waarbij aan een derde schade wordt aangericht, aanleiding geeft tot een vergoeding ervan. Ze kunnen dus wel persoonlijk aansprakelijk worden gehouden voor bijvoorbeeld fraude of onrechtmatige daden begaan in de normale bedrijfsvoering. Alle bestuurders, actief of passief, bezoldigd of niet, afgevaardigde van het dagelijkse bestuur of niet, hebben dezelfde rechten en plichten. Zij kunnen allen blootgesteld worden aan een aansprakelijkheidsvordering. BRON Dankzij beperkte aansprakelijkheid zullen risico-averse

---

<sup>31</sup> S. M. BAINBRIDGE, (2002), *Corporation Law and Economics*, New York Foundation Press, 126

[http://www.mineco.fgov.be/redirect\\_new.asp?loc=/SME/Starters/NatPers\\_nl-05.htm](http://www.mineco.fgov.be/redirect_new.asp?loc=/SME/Starters/NatPers_nl-05.htm)

<sup>32</sup> S. M. BAINBRIDGE, (2002), *Corporation Law and Economics*, New York Foundation Press, 126

F. H. EASTERBOOK en D. R. FISCHER, (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 40-63

[http://www.mineco.fgov.be/redirect\\_new.asp?loc=/SME/Starters/NatPers\\_nl-05.htm](http://www.mineco.fgov.be/redirect_new.asp?loc=/SME/Starters/NatPers_nl-05.htm)

<sup>33</sup> R. A. POSNER, (1992), *Economic Analysis of Law* (fourth edition), Boston: Little, Brown and Co., 40-63

personen sneller geneigd zijn om te investeren.<sup>34</sup> Bovendien worden de kosten om kapitaal te bemachtigen voor een bedrijf verlaagd door de beperkte aansprakelijkheid. Aangezien hun verliezen in geval van failliet minder groot zijn, zullen investeerders meer willen betalen voor de aandelen onder de vorm van beperkte aansprakelijkheid. Daar de aandeelhouders beperkt aansprakelijk zijn, kunnen de crediteuren minder bronnen aanspreken voor de terugbetaling van de schulden en zullen ze hogere intresttarieven eisen.<sup>35</sup> De markkrachten zorgen er dus voor dat de aandeelhouders een prijs betalen voor hun beperkte aansprakelijkheid.

#### *2.3.4. Gecentraliseerd management*

Het wettelijke concept van de vennootschap scheidt het management af van de kapitaalverschaffers; deze twee worden gezien als aparte functies, met gespecialiseerde rollen voor elke categorie.<sup>36</sup> Het bestuur van het bedrijf wordt toegewezen aan een gespecialiseerd management, dat wettelijk gescheiden is van de aandeelhouders en met bepaalde rechten en taken.

In de Belgische wetgeving bestaat er een tweeledige structuur voor “corporate governance”, bestaande uit een raad van bestuur (management board) en een directiecomité (supervisory board). In deze structuur wordt het dagelijkse management van het bedrijf toevertrouwd aan de raad van bestuur. De raad bezit uitvoerende macht en is verantwoordelijk voor het beheren van alle andere inputs in het bedrijf. De statuten kunnen de raad van bestuur toestaan zijn bestuursbevoegdheden over te dragen aan een directiecomité, zonder dat deze overdracht betrekking kan hebben op het algemene beleid van de vennootschap of op alle handelingen die op grond van andere bepalingen van de wet aan de raad van bestuur zijn voorbehouden. Wanneer een directiecomité wordt ingesteld is de raad van bestuur belast met het toezicht op dat comité. Het directiecomité vult de raad van bestuur aan. De raad van bestuur is samengesteld uit een groot aantal bestuurders die zich niet voltijds aan het bestuur van de vennootschap wijden. Meestal worden deze bestuurders aangesteld als vertegenwoordigers van de meerderheidsaandeelhouders tenzij ze op grond van hun ervaring of bekwaamheid als

---

<sup>34</sup> R. A. POSNER, (1992), *Economic Analysis of Law* (fourth edition), Boston: Little, Brown and Co., 502

<sup>35</sup> F. H. EASTERBOOK en D. R. FISCHER, (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press., 40-63

<sup>36</sup> S. M. BAINBRIDGE, (2002), *Corporation Law and Economics*, New York Foundation Press, 8

onafhankelijke bestuurders fungeren. De raad van bestuur van grotere vennootschappen vergadert enkele malen per jaar of hoogstens maandelijks. Het directiecomité daarentegen bestaat uit leden van het management en zogenaamde actieve bestuurders, die zich voltijds met het bestuur van de onderneming bezighouden. Het directiecomité komt veel frequenter samen, meestal wekelijks. Het directiecomité bestaat uit de gedelegeerd bestuurder en uit de directeurs die verantwoordelijk zijn voor de diverse afdelingen van de onderneming. Ze zijn aangesteld door de raad van bestuur.

Het directiecomité heeft als taak de prestaties van de raad van bestuur en het bedrijf in het algemeen te controleren. Daarnaast geeft het adviezen aan de raad van bestuur.<sup>37</sup> Het onderscheid tussen de aandeelhouders en het management van het bedrijf is het grondbeginsel van “corporate governance”.

### *2.3.5. Het “Monitorial” Model en het “Financial” Model*

De verdiensten die voortvloeien uit een bedrijfsvoering onder de vorm van een vennootschap kunnen op twee manieren beschouwd worden. Enerzijds maakt de vennootschap het effectief controleren van de inputactiviteit gemakkelijker en anderzijds is het verdienstelijk voor het verzamelen van kapitaal om de onderneming te financieren.

#### *2.3.5.1. Het “Monitorial” Model*

Eerst onderzoeken we de vennootschap vanuit het “monitoring” perspectief. Deze benadering werd voor het eerst in het leven geroepen door Alchian en Demsetz (cf. supra punt 2.2.). Het concept van “monitoring” verwijst naar de verzameling van informatie over de individuele productiviteit en over productieve mogelijkheden in teamverband, naar de opsporing van ongewenst inputgedrag (“shirking”), en naar de uitvoering van gewenste acties om de teamproductiviteit en teamwinst te bevorderen. Het omvat het recht om de acties van individuele bedrijfsleden te coördineren en het recht om beloningen toe te kennen.<sup>38</sup> Deze controlefunctie wordt binnen het bedrijf toegewezen aan een gespecialiseerde monitor. Deze

---

<sup>37</sup> <http://www.fisconet.fgov.be>

Wetboek van Vennootschappen, Art. 5, 61, 130-140, 151-160, 517-530, 905, 912

<sup>38</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 782

beheert het gebruik van inputs en heeft het recht om de teamsamenstelling te wijzigen. De monitor wordt gemotiveerd door middel van een residuwaarde van de activa en de cashflows van het team, die zal hij verdienen wanneer hij de input kan optimaliseren. Dankzij de rechtspersoonlijkheid opereert het team als een entiteit in de markt en kan het een centrale agent aanwijzen om de prestaties te checken. Het teamlid dat de grootste geldelijke motieven heeft om prestaties te optimaliseren, is de meest effectieve monitor, namelijk diegenen met die de residuclaim bezit. In het kader van de vennootschap ligt de residuclaim bij de aandeelhouders. Zij hebben recht op de restwaarde nadat de verplichtingen tegenover andere partijen werden nageleefd. Door de aandelen in omloop te brengen, verleent de vennootschap de residuclaim. Een aandeel is daarom een deel van de residuwaarde gecombineerd met een stemrecht en een verhandelrecht. De aandeelhouders hebben twee motieven om de acties van de andere teamleden te controleren; ze wensen hun geïnvesteerd kapitaal te beschermen en hun verdiensten verbonden aan de residuclaim te verbeteren. De beloning die aandeelhouders ontvangen voor het leveren van risicokapitaal en hun coördinatiediensten, is de restwaarde van de activa en de cashflows na aftrek van de betalingen aan andere inputs. Aandeelhouders kunnen iemand aanstellen om het team te controleren of ze kunnen het team direct controleren. Directe begeleiding komt meestal voor wanneer de aandeelhouders zich bezig houden met de dagelijkse bedrijfsleiding en dus zelf managementfuncties verrichten. Als alternatief kunnen aandeelhouders gespecialiseerde managers aanduiden om hun team te begeleiden. In dit geval moeten ze de prestaties van deze gespecialiseerde monitors controleren. Om de meest effectieve monitor te vinden kan de vennootschap voor concurrentie zorgen tussen potentiële monitors. (Neo)klassieke economie vertelt ons dat competitie tussen leveranciers van een specifiek product hoge kwaliteit afdwingt: competitie zorgt ervoor dat slechte producten van de markt verdwijnen en dat maximale klantenvoldoening bereikt wordt. Hetzelfde geldt voor de coördinatie –diensten. Een bedrijf kan profijt halen uit de concurrentie tussen potentiële monitors door de residuclaim in zijn geheel of gedeeltelijk te verkopen aan de hoogste bidder. De aandelen worden dan gekocht door de meest effectieve monitor of door een investeerder die de meest effectieve monitor (manager) aanwijst. De aandeelhouder/monitor of, monitor/monitor zal dan de hoogste opbrengst verwachten van de residuwaarde en daarvoor zal bereid zijn om het hoogste bedrag te betalen om de residuclaim te verkrijgen. De hoogste bidder zal optimaal gebruik willen maken van het comparatieve voordeel van elk teamlid om de winst en productiviteit te maximaliseren, ten voordele van alle werknemers. De verdeling van de residuwaarde in aandelen zorgt ervoor dat elke kapitaalverschaffer een deel krijgt naargelang de relatieve

grootte van zijn investering. Daarom zal de coördinatiefunctie verdeeld worden over de verschillende eigenaars van de residuclaim, in overeenstemming met hun ingebracht waarde. Het bestaan van meerdere residuclaims met bijhorende coördinatiefunctie maakt het noodzakelijk dat aandelen flexibel verhandeld kunnen worden. Deze verhandelbaarheid is essentieel omwille van drie redenen. Vooraleerst kunnen er verschillende visies ontstaan tussen de aandeelhouders wat betreft de controlefunctie, bijvoorbeeld welke activiteiten de firma moet ondernemen. Om zijn standpunt te beschermen, kan een aandeelhouder zijn investering overdragen indien hij het niet eens is met de meerderheidsbeslissing.<sup>39</sup> Hij kan dit doen zonder dat hij hiervoor de toestemming nodig heeft van zijn mede-investeerdere.

De tweede reden is dat noch de activiteiten van een bedrijf noch de economische en technische omgeving waarin ze opereert is, statisch zijn. De visie van een bedrijf kan veranderen door de jaren heen en de activiteiten kunnen uitbreiden. In een dergelijk dynamische omgeving kunnen de voorheen zo effectieve monitors nu misschien niet langer de besten zijn. Indien een derde partij de vennootschap beter kan beheren dan de huidige aandeelhouders, zal hij bereid zijn om een hogere prijs te betalen voor de aandeelwaarde en hij zal een hoger toekomstig inkomen verwachten voor de huidige eigenaars. Op die manier kunnen bestaande bezitters van een residuclaim hun vermogen verbeteren door hun claim te verkopen. Daardoor is de flexibele verhandelbaarheid van aandelen een mechanisme dat waarborgt dat bedrijven steeds effectieve monitors aantrekken, meer bepaald monitors met een comparatief voordeel om het bedrijf te organiseren.

En derde reden vindt zijn oorsprong in het feit dat aandeelhouders niet leven tot in oneindigheid. Door middel van een erfenis kan een aandeelhouder zijn aandelen overdragen. Maar degene die de aandelen erft heeft mogelijk minder vakbekwaamheid om een bedrijf te leiden en om de inputactiviteiten te coördineren. Men kan dan zijn aandelen overbrengen naar een meer bekwame manager.

Zoals eerder vermeld maakt het principe van verhandelbare aandelen gebruik van marktcompetitie tussen potentiële monitors buiten het bedrijf om effectieve monitors binnen het bedrijf aan te trekken. Een gecentraliseerd management (i.e. het management wordt uitgevoerd door een beperkt aantal managers) is een intern hulpmiddel, ontworpen zodat het

---

<sup>39</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 788

inputgedrag doeltreffend begeleid wordt. Het gecentraliseerde management is omwille van verscheidene redenen tot stand gekomen als een coördinerend instrument.

Het beslissingsproces om de activiteiten te dirigeren wordt gecompliceerd naarmate er meerdere aandeelhouders zijn. Gelijktijdig zullen ook de kosten verbonden aan het beslissingsproces stijgen in proportie met het aantal kapitaalverschaffers. Een gecentraliseerd management draagt er toe bij om deze kosten te drukken. Hieraan is echter één noodzakelijkheid verbonden, moeiteloos aandelen kunnen verhandelen. Zoniet zouden aandeelhouders actief moeten deelnemen aan het bestuur om hun investering te beschermen tegen ongewenste beslissingen van het management. Zonder verhandelbare aandelen zouden mogelijke conflicten over investeringen een vennootschap de das om kunnen doen.

Een tweede reden is dat naargelang het aantal kapitaalverschaffers toeneemt, aandeelhouders zullen gaan profiteren. Ze zullen immers vertrouwen op de inspanningen van anderen om het inputgedrag te controleren. De aanstelling van een gespecialiseerd management om de dagelijkse bedrijfsvoering uit te oefenen is een oplossing voor het “shirking” probleem.<sup>40</sup> Maar dan doet er zich opnieuw een potentieel “shirking” probleem voor; “shirking” door de leden van het management. De introductie van een directiecomité kan bijdragen tot het effectief organiseren van het dagelijkse management. Verder zouden er hoge kosten zijn indien de aandeelhouders zelf het management zouden moeten controleren. Het directiecomité bewerkstelligt een oplossing voor het “shirking” –en kostenprobleem.

Ten derde stelt de Alchian-Demsetz theorie dat de personen met het grootste geldmotief om inputactiviteit te controleren (de aandeelhouders) ook de meest doeltreffendste personen zullen zijn. Maar dit hoeft niet noodzakelijk zo te zijn omdat gespecialiseerde managers een comparatief voordeel kunnen hebben met betrekking tot het coördineren (bijvoorbeeld dankzij hun opleiding, training en ervaring). Gecentraliseerd management door gespecialiseerde managers brengt meer op dan een management bestaande uit aandeelhouders, omdat gecentraliseerd management dezelfde voordelen heeft als specialisatie van arbeid. Specialisatie van arbeid leidt tot grotere behendigheid en productiviteit en brengt bovendien meer output tegen een lagere productiekost per eenheid teweeg. Daarom zullen gespecialiseerde managers effectiever management produceren tegen een lagere kost per eenheid dan ongespecialiseerde aandeelhouders tot stand kunnen brengen.

---

<sup>40</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 *American Economic Review*, 788

Wanneer een individu afhankelijk is van de actie van een ander, ontstaat er een agentschaprelatie. Het individu dat de actie onderneemt noemt men de agent (managers en leden van het directiecomité) en de partij die erdoor beïnvloed wordt is de lastgever (de aandeelhouders). Deze relatie wordt gecreëerd door de scheiding tussen managers en kapitaalverschaffers in een vennootschap. Echter, lastgevers en agenten hebben conflicterende belangen. Aandeelhouders wensen bijvoorbeeld dat de manager op korte termijn zorgen voor maximale dividenden en op lange termijn voor een maximale aandelenwaarde. Managers kunnen ervoor kiezen deze objectieven niet na te streven en in de plaats hun eigen nut te maximaliseren. Bijgevolg kunnen managers het bedrijf leiden in functie van persoonlijke belangen, door zich bijvoorbeeld bepaalde bedrijfsmiddelen toe te eigenen, door bedrijfskansen uit te buiten om persoonlijk voordeel uit te halen, of door vrije tijd na te jagen in plaats van maximale opbrengsten voor de aandeelhouders. De afwijkende belangen van managers en aandeelhouders geven aanleiding tot beheerskosten (“agency costs”).<sup>41</sup> Beheerskosten zijn kosten die ontstaan uit de mogelijkheid dat managers niet altijd in het beste belang van de aandeelhouders handelen. Volgens Jensen en Meckling (1976) bestaan beheerskosten uit drie componenten. Ten eerste brengt het sturen van managers om ervoor te zorgen dat ze handelen in het belang van aandeelhouders kosten met zich mee. Daarnaast kunnen managers middelen besteden om zich toe te spitsen op de aandeelhoudersbelangen (verbinteniskosten) aangezien ze kunnen ontslagen worden of minder betaald worden indien ze aandeelhouders er niet van overtuigen dat ze in hun belang handelen. Ten derde bestaat er een afwijking tussen de werkelijke managementbeslissingen en de optimale beslissingen vanuit het aandeelhoudersstandpunt (de kosten van volledige volgzzaamheid aan de belangen van de kapitaalverschaffers zouden groter zijn dan de opbrengsten). Enkel als de verwachte opbrengst groter is dan de kost van de managers (salarissen) plus de beheerskosten zal het voor de aandeelhouder nuttig zijn om gespecialiseerde managers aan te stellen. Het wettelijke concept van een vennootschap bevat enkele hulpmiddelen die aandeelhouders beschermen tegen managers die enkel handelen in eigen belang. Het stemrecht, de verhandelbaarheid van aandelen, het sturen van het management door directiecomité en beperkte aansprakelijkheid dienen om de kosten die voortvloeien uit de scheiding tussen management en

---

<sup>41</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics, 308

kapitaalverschaffers te verminderen.<sup>42</sup> De vervanging van incapabele managers of leden van het directiecomité wordt mogelijk door het stemrecht. Daarnaast kunnen voorstellen van het management die een grote impact hebben op de aandelenwaarde goedgekeurd of verworpen worden op de aandeelhoudersvergadering. Naast de wettelijke beperkingen legt ook het directiecomité beperkingen op aan de managers.<sup>43</sup> Verder creëert de beperkte aansprakelijkheid een soort plafond voor mogelijke verliezen indien het management faalt. Ten slotte stelt de overdraagbaarheid van aandelen de aandeelhouder in staat om hun investering te verplaatsen indien ze niet tevreden zijn. Het legt ook een marktbeperking op de managers om de aandeelhoudersbelangen te volgen. Indien managers er niet in slagen om te handelen in hun belang, kunnen derde partijen potentiële winsten opmerken in het verwerven van aandelen om bijgevolg de managers te vervangen door meer effectieve personen. Deze dreiging tot vervanging zorgt er eveneens voor dat het “free-riders-effect” zich minder snel zal voordoen.

Men kan tot slot besluiten dat de niet-verdeelbaarheid van marginale productiviteiten in productieprocessen problemen in verband met informatie (meting), “shirking” (supervisie) en beslissingen (coördinatie) veroorzaakt. Deze problemen hebben op hun beurt een vraag naar gesofisticeerde monitors op gang gebracht om superieure productiviteit te verkrijgen en om ervoor te zorgen dat de verdiensten minsten even hoog zijn als de opportuniteitskosten van de inputs. Een bedrijf in de vorm van een vennootschap verlicht deze coördinatie binnen het bedrijf.

#### 2.3.5.2. *Het “Financial” Model*

Een meer traditionele benadering verklaart de vennootschap als een instrument om grote sommen kapitaal te verzamelen door de verkoop van aandelen, met als doel het financieren van grootschalige, kapitaalkrachtige productieprocessen.<sup>44</sup> Het financiële model voegt er dus aan toe dat de vennootschap ook dient als een mechanisme dat kapitaal inputs levert. Vanuit economisch standpunt kan de vennootschap ook gezien worden als een lastgever-agent relatie.

---

<sup>42</sup> M.C. JENSEN en W.H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 310

E.F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, 88 *Journal of Political Economy*, 312-315

<sup>43</sup> Wetboek van Vennootschappen, Art. 912

<sup>44</sup> R. A. POSNER, (1992), *Economic Analysis of Law* (fourth edition), Boston: Little, Brown and Co, 409



De kapitaalverschaffers (aandeelhouders en crediteuren) zijn de lastgevers en de kapitaalmanagers (gehuurde managers en aandeelhoudermanagers) zijn de agenten, waarbij de ontvangsten die de lastgevers zullen innen afhankelijk zijn van de prestaties van de kapitaalmanagers. Om de productie zo te kunnen organiseren dat men schaalvoordelen heeft, kunnen de oprichters van een bedrijf kapitaal verwerven van derde partijen. Hiertoe kan men gaan lenen in de kredietmarkten. Hoe hoger het risico op niet-terugbetaling, hoe groter de tegemoetkoming (intrest) die de crediteuren zullen vragen. Zware schulden, zoals intresten en amortisatie, veroorzaken hoge vaste kosten en verhogen het risico op bankroet.<sup>45</sup> De vennootschap kan deze obstakels overwinnen door te lenen in kapitaalmarkten. Op deze fondsen moet geen intrest betaald worden en er wordt geen zekerheid tot terugbetaling gegeven. Aandeelhouders leveren kapitaal in ruil voor toekomstige beloningen die afhankelijk zijn van de winstgevendheid, terwijl verleners kapitaal verschaffen in ruil voor een vaste of variabele intrest afhankelijk van de marktintrestpercentages. Zoals eerder vermeld dienen het stemrecht, het sturen van het management, beperkte aansprakelijkheid en verhandelbare aandelen om investeerders te beschermen.

Bedrijven investeren in bedrijfsmiddelen om zaken te kunnen doen. Rechtspersoonlijkheid maakt het mogelijk dat een bedrijf de activa kan bezitten en zaken kan doen in eigen naam. Indien een bedrijf geen rechtspersoonlijkheid had, zou de kost om het eigendom van activa te organiseren er te administreren, evenals de kost om het gebruik ervan te regelen sterk toenemen. Dankzij rechtspersoonlijkheid kan men deze transactiekosten terugdringen. Daarnaast is ook het voortbestaan van het bedrijf verzekerd en indien bepaalde investeerders zich terugtrekken zijn de kosten voor de anderen minimaal.

Onder de regel van gezamenlijke onbeperkte aansprakelijkheid, betekent persoonlijke aansprakelijkheid dat het risico waaraan elke aandeelhouder persoonlijk wordt blootgesteld, negatief gecorreleerd is aan de rijkdom van andere aandeelhouders relatief ten opzichte van zijn eigen rijkdom. Hoe armer de andere aandeelhouders, hoe groter het bedrag dat de rijke investeerder moet betalen om de schulden van de vennootschap af te lossen en vice versa. Onbeperkte aansprakelijkheid zou betekenen dat de rijke investeerders de rijkdom van andere aandeelhouders willen achterhalen om hun verlies te minimaliseren in geval van faillissement.<sup>46</sup> De kosten die verbonden zijn aan het kritisch volgen van de rijkdom van de

---

<sup>45</sup> R. A. POSNER, (1992), *Economic Analysis of Law* (fourth edition), Boston: Little, Brown and Co, 393

<sup>46</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 331

andere aandeelhouders, zal de netto return-on-investment doen verminderen en zal vervolgens de investering veel minder aantrekkelijk maken. Bovendien zouden de aandeelhouders om organisatorische hulpmiddelen vragen doe de toetreding van arme investeerders en de exit van rijke investeerders zouden verhinderen. Dankzij de beperkte aansprakelijkheid wordt het achterhalen van de welvaart van andere aandeelhouders irrelevant<sup>47</sup> en maakt de vraag naar organisatorische deviezen overbodig. Ook wat betreft de crediteurs zijn er kostenbesparingen, meerbepaald in verband met de transactiekosten. Door de beperkte aansprakelijkheid moeten zij enkel de betalingscapaciteit van de vennootschap evalueren en niet die van de verschillende investeerders.

Een ander hulpmiddel dat kapitaalverschaffing promoot is een gecentraliseerd management. Een investeerder die aandelen koopt in slechts één bedrijf loopt het risico om zijn geïnvesteerd kapitaal volledig kwijt te geraken. Investeerders kunnen nu hun risico verminderen dankzij de moderne portfoliotheorie die het mogelijk maakt een investering te spreiden over een aantal bedrijven, op voorwaarde dat de succesfactoren van de bedrijven niet onderworpen zijn aan dezelfde voorwaarden. Bijgevolg kunnen de investeerders hun risico beperken door diversificatie.<sup>48</sup> Indien men aandelen bezit in verscheidene ongerelateerde bedrijven, hebben aandeelhouders minder behoefte om persoonlijk te maken te hebben met het dagelijkse management in eender welk bedrijf van hun portfolio.<sup>49</sup> Vooraleerst is een limiet verbonden aan het aantal bedrijven die een bepaalde persoon tegelijkertijd mag besturen. Ten tweede zouden de kosten om actief deel te nemen aan elk management stijgen. Uiteindelijk zouden deze kosten groter worden dan het verwachte voordeel dat men genereert uit het actief coördineren van de inputactiviteiten. Een gecentraliseerd management geeft investeerders zodoende de mogelijkheid om gediversifieerde portfolio's aan te houden zonder actief betrokken te moeten zijn bij elk management, en maakt bijgevolg kapitaaluitgifte aantrekkelijker voor investeerders.

---

<sup>47</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics, 331

<sup>48</sup> R. A. BREADLY en S.C. MYERS, (1988), *Principles of Corporate Finance* (third edition), New York: McGraw-Hill, 132

<sup>49</sup> E. F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, 88 Journal of Political Economy, 291

### ***Hoofdstuk 3: Managers versus aandeelhouders: conflicterende belangen***

#### 3.1. Het probleem van interne kosten

De interesses van managers en aandeelhouders zijn niet altijd noodzakelijkerwijze dezelfde. In de veronderstelling dat beiden voornamelijk geïnteresseerd zijn in de maximalisatie van het persoonlijke nut, kunnen er conflicterende belangen ontstaan. Managers kunnen, zoals eerder al werd vermeld, ervoor kiezen om het bedrijf te leiden met de intentie hun persoonlijke interesses na te streven en de belangen van de aandeelhouders te verwaarlozen. Dit brengt een kost voor de aandeelhouders met zich mee: de bedrijfswinst waar de aandeelhouders recht op hebben en de marktwaarde van hun aandelen zullen minder zijn dan indien het management zich enkel had ingezet in het belang van de aandeelhouders. In dit opzicht lijkt het wel of een gecentraliseerd management en beperkte aansprakelijkheid, die de actieve betrokkenheid van aandeelhouders in het dagelijkse management ontmoedigd, “Trojaanse paarden” zijn. Managers die enkel denken in hun eigen belang kunnen eenzijdig de opbrengsten van aandeelhouders doen inkrimpen. Dit heeft ook als gevolg dat ze de populariteit van de vennootschapsrechterlijke vorm bij de investeerders zullen reduceren. Verder zullen de outputprijzen hoger zijn en zullen de productieniveaus dalen door een hogere bedrijfskost en de lagere investeringsniveaus. Indien managers bedrijfsmiddelen aanwenden voor persoonlijk nut, zullen ze geen acht slaan op de consumentenbehoeften en zullen ze er niet in slagen de schaarse bronnen optimaal te alloceren. In al deze gevallen heeft het eigenbelang van managers schadelijk en nadelige gevolgen voor een groot publiek.

De stelling dat managers onverschillig kunnen zijn voor de interesses van de aandeelhouders is uitvoerig besproken door Berle en Means. Ze stellen dat de splitsing van eigendom (aandeelhouders) en controle (managers) een toestand creëert waarin de interesses van de eigenaar en manager vaak verschillen, en waar er weinig controle is om het machtsmisbruik te beperken.<sup>50</sup> Als oplossing om het misbruik tegen te gaan, stellen Berle en Means geen strakke controle van het management voor, maar een publieke maatregel om de activiteiten te controleren. Aandeelhouders ontvangen een residuclaim, stemrecht en het recht om de

---

<sup>50</sup> A. A. Jr. BERLE en G. C. MEANS, (1991), *The Modern Corporation and Private Property* (originally published in 1932), New Brunswick: Transaction Publ., 7

residuclaim over te dragen. In feite zijn ze dus niet de eigenaars van de vennootschap, maar de eigenaars van de aandelen.<sup>51</sup> De eigendom van de vennootschap wordt bepaald door degene die de sterkste claim hebben op de activa en verdiensten van het bedrijf, en ligt zodoende bij de crediteurs en dus niet bij de aandeelhouders. In hoofdstuk 2 werden er verschillende redenen gegeven voor de scheiding tussen kapitaalverschaffers en gespecialiseerd managers, en welke voordelen dit met zich meebrengt. De kosten worden zo gereduceerd, en het “shirking” probleem van de aandeelhouders wordt geminimaliseerd. Dankzij specialisatie van arbeid kunnen managers hogere opbrengsten voor de aandeelhouders genereren. Een gespecialiseerd management geeft de investeerders eveneens de mogelijkheid om een gediversifieerd, passief portfolio aan te houden.

Dividenden en kapitaalverhogingen samen vormen de “return-on-investment” van aandeelhouders. Aandeelhouders zullen dus vooral geïnteresseerd zijn in een maximalisatie van de winst van het bedrijf, meer bepaald in een maximalisatie van de verdiensten per aandeel of beter nog van de residuclaim. Maar de marktwaarde is afhankelijk van het toekomstige succes van het bedrijf. Managers die streven naar een maximale aandelenwaarde zullen ook rekening moeten houden met de resultaten van lange termijnbeslissingen. De mate waarin een bedrijf winstgevend zal zijn is afhankelijk van het succes om aan de behoeften van de klanten te voldoen. Daarom gaat maximalisatie van aandelenwaarde gepaard met de maximalisatie van klantensatisfactie. Managers zullen het punt zoeken waar hun nutsfunctie maximaal is in plaats van het punt waar de productiefunctie van het bedrijf maximaal is, die de maximale opbrengst geeft aan de aandeelhouders. De nutsfunctie van een manager bevat zowel een verlangen naar meer geldelijke als naar niet-geldelijke elementen.<sup>52</sup>

### *3.1.1. Nutsmaximalisatie van de manager*

Teneinde bedrijfsmiddelen voor persoonlijke doeleinden te gebruiken, kunnen managers verschillende types van “get-rich-quick”-strategieën (“GRQ”-strategieën), ofwel “wordt-snel-rijk”-strategieën aanwenden. De puurste vorm van dit gedrag doet zich voor wanneer managers stelen van het bedrijf en mogelijk verdwijnen met de buit. Eenmaal dat dit

---

<sup>51</sup> E. F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, 88 Journal of Political Economy, 290

<sup>52</sup> S. M. BAINBRIDGE, (2002), *Corporation Law and Economics*, New York Foundation Press, 35

A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 American Economic Review, 733

frauduleuze gedrag ontdekt wordt kan dit ernstige gevolgen hebben voor de reputatie van de manager en voor zijn verdere carrière. In feite zorgen diefstal en fraude in het algemeen ervoor dat de managers alle toekomstige kansen verliest om persoonlijke voordelen te halen uit de bedrijfsvoering. De verwachte verloren opportuniteitskosten zijn vermoedelijk groter dan de eenmalige buit, tenzij de vangst groot genoeg is om levenslang maximaal nut te bezorgen. Bovendien kan de geldelijke beloning van de diefstal of andere fraude vergezeld zijn van niet-geldelijke verliezen (zoals gerechtelijke vervolging, verlies van eigenwaarde,...), zodat er zich een nuloperatie voordoet in de nutsfunctie van de manager. Maar er zijn meer gesofisticeerde “wordt-snel-rijk”-strategieën voor managers die hun geldelijke beloning willen vergroten ten koste van de onderneming. Het toe-eigenen van bedrijfsopportuniteiten is een dergelijke strategie. Transacties afdwingen tussen het bedrijf en zichzelf ten voordele van de betrokken manager maar ten nadele van het bedrijf is nog een andere manier om de persoonlijke welvaart te verbeteren. De bedrijfsmanagers kunnen ook persoonlijk voordeel halen door transacties af te sluiten met bedrijven waarin de managers een financieel belang hebben. Verder kunnen managers hun beloning ook op indirecte wijze vergroten. Ze kunnen bijvoorbeeld meer werkkrachten inschakelen, aangezien er een positieve relatie werd waargenomen tussen de vergoeding van de manager en het aantal werknemers onder hun supervisie.<sup>53</sup> Een ander objectief van het management kan maximalisatie van verkopen zijn. Des te groter de verkopen des te groter de cashflows en hoe groter de inkomstenstroom waar de manager een deel van aan zichzelf kunnen toe-eigenen. Overigens geldt dat hoe groter het marktaandeel van een bedrijf, hoe minder de concurrentie van andere bedrijven managers kan verhinderen om in eigenbelang te werken.

Welvaartsmaximerende aandeelhouders wensen geen maximalisatie van de verkopen, enkel om de verkopen uit te breiden totdat de extra opbrengst uit een additionele eenheid output (marginale opbrengst), gelijk is aan de marginale kost. In dit geval bevindt het bedrijf zich op het winstmaximaliserende punt van de productiefunctie.

Een andere indirecte manier voor managers om hun inkomsten te vergroten is maximale groei van het bedrijf nastreven. Het inkomen en de kansen van managers om persoonlijk voordeel te halen ten koste van het bedrijf, zullen groter worden naarmate het bedrijf uitbreidt in grootte en activiteiten. Aandeelhouders wensen echter slechts een groei van het bedrijf in die mate dat dit ten goede komt van hun welvaart. Maar niet elke groei zal de opbrengst, voor

---

<sup>53</sup> O. E. WILLIAMSON, (1986), *Economic Organisation-Firms, Markets and Policy Control*, Brighton: Wheatsheaf Book Ltd., 8

aandeelhouders verhogen. Door bedrijfsrisico's te beperken kunnen managers trachten hun werk en inkomen te verzekeren. Het is mogelijk dat een manager een vermindering van de bedrijfsrisico's en onzekerheid associëren met een verminderd risico op faillissement en daardoor bijdragen tot de bescherming van hun job en zekerheid van een inkomen. De maximalisatie van de welvaart van de aandeelhouders brengt met zich mee dat projecten met een positieve NVP ("Net Present Value") moeten worden uitgevoerd. De beperkte aansprakelijkheid en de gediversifieerde portfolie leveren bescherming bij een faillissement. Daardoor kunnen zij wel geïnteresseerd zijn in de uitvoering van risicovolle projecten met een positieve NVP. Managers kunnen hun profijt ook optimaliseren door "on-the-job"-consumptie, een verzamelterm voor alle bedrijfsinkomsten die aangewend worden voor persoonlijk gebruik door managers. Men bedoelt hiermee vooral secundaire arbeidsvoorwaarden, die geen deel uitmaken van het compensatiepakket van de managers. Ze kunnen bijvoorbeeld geld van het bedrijf besteden aan weelderige kantoren, luxueuze meubels, dure kunstvoorwerpen, niet-productieve software, overbodige hardware, eersteklas vliegtuigtickets, bedrijfsvliegtuigen, privé-reizen, bezoeken aan nachtclubs, buitensporige zakenlunches –en diners, conferenties in het buitenland, bedrijfsrekeningen die enkel voor privaat gebruik worden aangewend, het gebruik van internet voor privé-doeleinden,...Bovendien kan de nutsfunctie van een manager niet-geldelijke varianten bevatten zoals een verlangen naar vrije tijd, veiligheid, eigenwaarde, prestige, carrière, leiderschap, macht,...<sup>54</sup>Andere niet-geldelijke elementen waaruit managers mogelijk nut halen zijn bijvoorbeeld persoonlijke relaties met werknemers en de aanwending van bedrijfsinkomen voor goede doelen ("corporate social responsibility").<sup>55</sup>

### 3.1.2. Controle door aandeelhouders

De verdeling van aandelen over de verschillende aandeelhouders en beperkte aansprakelijkheid betekenen niet dat kapitaalverschaffers onverschillig zijn wat betreft het

---

<sup>54</sup> O. E. WILLIAMSON, (1986), *Economic Organisation-Firms, Markets and Policy Control*, Brighton: Wheatsheaf Book Ltd., 7

<sup>55</sup> O. E. WILLIAMSON, (1986), *Economic Organisation-Firms, Markets and Policy Control*, Brighton: Wheatsheaf Book Ltd., 7-13

M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 312

gedrag en de beslissingen van het management.<sup>56</sup> Maar dikwijls zijn de kleine aandeelhouders machteloos en kunnen ze weinig invloed uitoefenen op de beslissingen van het management. Alchian en Woodward (1987) stelden vast dat de absolute hoeveelheid van de investering bepaalt wat de stimulans van een aandeelhouder is om managers te controleren. De doorslaggevende factor is dus niet de proportie van het totale aandelenpakket van de firma dat de aandeelhouder bezit. Stel dat een aandeelhouder slechts een klein percentage van de aandelen van een bedrijf bezit. In dat geval zal hij aanvankelijk een grote stimulans hebben om het management te sturen maar in de praktijk zal de mogelijkheid om het management te beïnvloeden zeer klein zijn. Een kleine individuele aandeelhouder heeft een beperkte macht om te stemmen en te onderhandelen. Bovendien worden de onderwerpen waarover de aandeelhouders kunnen stemmen meestal gekozen door het management, behalve voor de onderwerpen waar de wet een stem van een aandeelhouder vereist (bijvoorbeeld indien de vennootschap wordt ontbonden, verkiezing van managers,...). In het algemeen zijn aandeelhouders niet gerechtigd (voor minderheidsaandeelhouders is het niet eens toegestaan) om specifieke beslissingen van de bedrijfsmanagers te initiëren of zelfs te negeren.<sup>57</sup> Om druk uit te oefenen op het management moeten de individuele aandeelhouders dus coalities vormen met onderhandelingscapaciteiten. Zo'n coalitie kan echter kostelijk zijn: de aandeelhouders moeten onder elkaar onderhandelen om te bepalen welke acties ze zullen ondernemen, om andere aandeelhouders te overtuigen om tegen het management in te gaan, om informatie te verzamelen wat betreft beslissingen van het management,...<sup>58</sup> Daarnaast zijn er nog twee obstakels die het effectief sturen van het management door aandeelhouders beletten. Ten eerste, zoals al eerder vermeld, kunnen aandeelhouders door hun beperkte aansprakelijkheid gediversifieerde portfolio's aanhouden. Hierdoor vermindert echter ook de motivatie om de bedrijven actief te controleren. Een tweede obstakel bij de coördinatie van het management is het "shirking" probleem. Individuele aandeelhouders kunnen profiteren van de inspanningen van anderen om het management in de gaten te houden. Pogingen van individuele aandeelhouders om "proxies" te verzamelen van andere aandeelhouders teneinde verspreide aandelen te groeperen in grotere "stemblokken", dienen om deze obstakels te overwinnen.

---

<sup>56</sup> A. SMITH, (1981), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of the Nations*, (originally published in 1776), Vol. 1 and 2, edited by Campbell R.H., 741

<sup>57</sup> R. C. CLARCK, (1985), *Agency Costs versus Fiduciary duties*, in: Pratt, J.W. and R.J. Zeckhauser (eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Cambridge, Mass.: Harvard Business School, 56-58

R. C. CLARCK, (1986), *Corporate Law*, Boston: Little, Brown and Co., 22-23

<sup>58</sup> A .A. ALCHIAN and S. WOODWARD, (1986), *Reflections on the Theory of the Firm*, 122

Een voorbeeld hiervan zijn de “going-privat” transacties waarbij grote aandeelhouders of een verantwoordelijke managementgroep gefinancierd door investeerders van buiten uit, de minderheidsaandeelhouders uitkopen. Op deze manier wordt het aandeelhouderschap geconcentreerd en wordt het actieve handelsverkeer in de aandelen van een vennootschap beëindigd.

### 3.1.3. *Ex post en ex ante beperkingen op de vrijheid van managers*

In het “Monitoral’ Model (cf. supra 2.3.5.1.) werd er uitgelegd hoe een belangenconflict tussen managers en aandeelhouders kan leiden tot het ontstaan van beheerskosten (“agency costs”).<sup>59</sup> Deze beheerskosten bevatten zowel kosten die ervoor zorgen dat managers de belangen van de aandeelhouders nastreven, als kosten voor de aandeelhouders tengevolge van opportuniteitsverliezen (veroorzaakt doordat de managers niet altijd in het belang van de aandeelhouders handelen). Maar wat weerhoudt managers er dus van om hun persoonlijke voorkeuren na te streven ten koste van de winstmaximalisatie van de aandeelhouders? In hoofdstuk 2 werden reeds bepaalde remedies gegeven die de beheerskosten verminderen: het stemrecht, het directiecomité, beperkte aansprakelijkheid en verhandelbare aandelen. Dit zijn *ex post* antwoorden op het conflict tussen managers en aandeelhouders met een matigend (geen eliminerend) effect. Daarnaast worden managers ook beperkt in hun autonomie door de marktwerking. Marktmechanismen dienen om de interesses van managers en aandeelhouders *ex ante* op dezelfde golflengte te brengen en zo conflicten te vermijden. Maar er zijn imperfecties verbonden aan deze oplossingen, waardoor de managers niet steeds in het belang van de aandeelhouders zullen handelen. De vijf marktmechanismen en hun bijhorende onvolmaaktheden zullen hierna uitgelegd worden.

#### 3.1.3.1. *Productmarkten*

De beslissingsbevoegdheid van het management wordt beperkt door de concurrentie in de markt. Dit dwingt bedrijven ertoe om bedrijfskosten te minimaliseren om zo een lage productprijs aan te kunnen bieden. Indien men hogere prijzen heeft dan de concurrentie, *ceteris paribus*, zullen de consumenten elders producten gaan kopen. Indien het eigenbelang

---

<sup>59</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics, 308



van managers ervoor zorgt dat de bedrijfskosten stijgen, zullen de mogelijkheden van het bedrijf om te concurreren beschadigd worden. Uiteindelijk zal dit bedrijf moeten sluiten en de managers zullen hun werk verliezen. De overleving van de managers is dus in grote mate afhankelijk van het bedrijf dat concurreert met de andere ondernemingen.<sup>60</sup>

#### *Imperfectie marktmechanisme 1:*

Conflicterende belangen (i.e. beheerskosten) zijn een wereldwijd, economisch fenomeen. Competitie in de productmarkt zal het eigenbelang van managers ten koste van de aandeelhouders niet elimineren, aangezien beheerskosten inherent zijn aan eender welk bedrijf waar de managementfunctie gescheiden is van die van de kapitaalverschaffers. Enkel wanneer het bedrag van “free-riden” door het management extreem hoog is, zal de competitie een bedreiging kunnen zijn voor het bedrijf en bijgevolg voor de jobs van het management. Wanneer de beheerskosten van de concurrerende bedrijven ongeveer gelijk zijn, zullen ze geen effect hebben om de competitie tussen de bedrijven.<sup>61</sup>

#### *3.1.3.2. “Incentive”-contracten*

“Incentive”-contracten worden vaak gebruikt om de vergoeding van het management te linken aan de resultaten van het bedrijf in de markt. Zulke contracten maken, per definitie, een deel van het inkomen van de managers afhankelijk van de winstgevendheid van het bedrijf. De uitgifte van aandelen(opties) aan managers als deel van hun vergoeding wordt ook vaak gebruikt om de belangstelling van de managers te wekken om de aandelenwaarde te maximaliseren.<sup>62</sup>

---

<sup>60</sup> E. F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, 88 Journal of Political Economy, 288

<sup>61</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics, 330

<sup>62</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics, 335

*Imperfectie marktmechanisme 2:*

Het bovenstaande mechanisme zal het belangenconflict niet volledig oplossen. Ten eerste zullen de “incentive” contracten een geldelijke vergoeding koppelen aan de bedrijfsresultaten. Maar de nutsfunctie van een manager bevat echter ook niet-geldelijke variabelen, bijvoorbeeld een verlangen naar vrije tijd, prestige,...Indien de manager een groter nut verwacht van de niet-geldelijke elementen dan van het extra inkomen, dan zal hij door het contract niet gemotiveerd worden om in het belang van de aandeelhouders op te treden. Ten tweede zal een “incentive”contract de managers voornamelijk aanzetten om hun eigen vergoeding te maximaliseren, voor de periode(s) zoals bepaald in het contract. Men kan bijvoorbeeld boekhoudwinsten op korte termijn nastreven, die nadelig zijn voor de lange termijnstrategie van het bedrijf. Als derde dient aangehaald te worden dat mogelijke stipulaties in het contract, het management kunnen ontmoedigen om risicovolle projecten met een positieve NPV aan te gaan. Indien managers aandelenopties of aandelenbonussen kunnen verdienen, waarvan de toekomstige marktwaarde onzeker is, zullen ze geneigd zijn om geen risico's te nemen. Minder innovatie, minder ontwikkeling van nieuwe producten en minder nieuwe productietechnieken brengen de belangen van de aandeelhouders opnieuw in het gedrang. Ten vierde zullen “incentive”contracten een directe kost inhouden voor de aandeelhouders. Bonussen gerelateerd aan prestaties en salarisverhogingen beslaan een deel van de bedrijfswinst die anders naar de aandeelhouders zouden gaan.<sup>63</sup>“Incentive” contracten kunnen zelfs kostelijk zijn voor de maatschappij in het algemeen indien hun opzet is om de staatsopbrengst via inkomstenbelastingen van managers en bedrijven te verminderen. De inkomstenbelasting kan verminderd worden indien de bedrijfsuitgaven verbonden aan de contracten, afgetrokken worden van het belastbare bedrijfsinkomen. Hiertegenover staat niet dat managers meer inkomstenbelasting zullen betalen, aangezien ze kunnen vrijgesteld worden van belastingen (bijvoorbeeld onder de vorm van secundaire arbeidsvoorwaarden) of tegen een lager tarief belast kunnen worden.

Tenslotte kan men besluiten dat managers risico-avers zijn, risico mijden, want anders waren ze zelf ondernemer geworden. Om de managers nu ook een “prikkel” te geven zoals de aandeelhouders, zijn er de “incentive” contracten. Als men naar onderstaande vergelijking kijkt zien we het volgende: om risico-averse managers eenzelfde waarde aan nut te geven, zal

---

<sup>63</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 Journal of Financial Economics, 335

men iets “extra” moeten uitkeren (240 i.p.v. 200). Voor het bedrijf en de aandeelhouders vallen deze contracten uiteindelijk duurder uit ( $100 < 120$ ).

$100 * 1 = 200 * 0,5$  maar bij risico-aversie:

$$U(100 * 1) > U(200 * 0,5)$$

$U(100 * 1) = U(240 * 0,5)$  bij risico-aversie maar:

$$100 * 1 < 240 * 0,5$$

### 3.1.3.3. Factormarkten

Factormarkten (inclusief de markt voor investeringkapitaal) beïnvloeden eveneens het gedrag van managers. Bedrijven concurreren onder elkaar voor inputs (grondstoffen, goederen in bewerking, kapitaal en arbeid). Des te meer bedrijfsinkomsten managers aan zichzelf toewijzen, des te minder zal overblijven om inputs te huren of te kopen en hoe lager de prijzen die men zal kunnen betalen voor de inputs. Wanneer de managers er niet in slagen de interesses van de aandeelhouders na te streven, zal het bedrijf waarschijnlijk falen in de markt voor equity capital. Managers die tekortschieten in het aantrekken van kapitaal voor het verwerven van productieve bronnen, zullen snel zelf zonder inputs zitten om te managen en dus ook zonder geldmiddelen om zich toe te eigenen. Indien de bedrijfsresultaten laag liggen in vergelijking met de competitie, zullen de kapitaalverschaffers investeringen risicovol vinden. Bijgevolg zal men minder willen betalen per aandeel en zullen de verleners hogere intresttarieven eisen of zelfs helemaal geen leningen meer verschaffen. Ook de leverancierskredieten zijn afhankelijk van de bedrijfsprestaties. Verder bestaat de mogelijkheid dat een bedrijf dat slecht presteert geen gekwalificeerde arbeiders kan aantrekken omdat deze ergens anders en betere carrièremogelijkheden verwachten.

#### *Imperfectie marktmechanisme 3:*

Belangenconflicten tussen managers en aandeelhouders zullen in *elk* bedrijf aanwezig zijn waar de functies gescheiden zijn. Het eigenbelang van de manager zal dus pas schadelijk worden indien de beheerskosten in vergelijking met de concurrentie overdreven groot worden. Ten tweede zal de concurrentie om investeringen aan te trekken geen verplichting opleggen aan het management om *maximale* opbrengsten voor de aandeelhouders te genereren. Het niveau van opbrengsten moet enkel *voldoende* zijn om de aandeelhouders tevreden te houden.

Bijgevolg zal het management de minimum in plaats van de maximum opbrengsten voor de aandeelhouders creëren die nog aanvaardbaar zijn.<sup>64</sup> De druk van factormarkten zal vereisen dat managers voldoende cashflow voorzien om de aandeelhouders, crediteuren, werknemer en andere leveranciers te compenseren. Het zal de managers echter niet verhinderen om de bedrijfsmiddelen verder aan te wenden voor persoonlijke doeleinden. Ten derde zal het management proberen onafhankelijk te zijn van de kapitaalmarkten door grote kasbalansen te verwezenlijken.<sup>65</sup> Door de opeenstapeling van geldsurplussen kan het management intern projecten financieren zonder dat ze nieuw kapitaal moet aantrekken via externe bronnen. Dit impliceert minder coördinatievermogen voor de financiële markt.<sup>66</sup>

#### *3.1.3.4. De dreiging van een overname*

Naast de concurrentie in de factormarkten en de productmarkten worden managers ook beperkt door de dreiging van een machtsovername. Wanneer de bedrijfsinkomsten niet worden aangewend ten voordele van de aandeelhouders, zal de marktwaarde van de aandelen minder zijn. Individuele aandeelhouders die niet tevreden zijn over het management zullen hun aandelen verkopen, waardoor de marktwaarde van de aandelen verder daalt. Hoe meer aandelen er verkocht worden, hoe meer de aandelenprijs zal zakken. Hierdoor zal de marktprijs van de aandelen een index zijn voor de ontevredenheid van de aandeelhouder over het management. Op deze manier verlagen de aandeelhouders de kost voor buitenstaanders om het bedrijf over te nemen. Als gevolg kunnen potentiële investeerders de kans grijpen om hun persoonlijk welvaart te vergroten door alle of de meerderheid van de aandelen te kopen en het management te vervangen door een doeltreffender bestuur. Dit mechanisme van overname is bekend als “de markt voor vennootschapsrechtelijk beheer”. “Vennootschapsrechtelijk beheer” wordt gedefinieerd als het recht om het management van de inputs te bepalen en het recht om het top management van het bedrijf te selecteren en te

---

<sup>64</sup> A. A. Jr. BERLE en G. C. MEANS, (1991), *The Modern Corporation and Private Property* (originally published in 1932), New Brunswick: Transaction Publ, 8

<sup>65</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3, 337

<sup>66</sup> M. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3, 337

vervangen.<sup>67</sup> De dreiging om vervangen te worden als resultaat van een overname wordt verondersteld een groot controlemechanisme te zijn voor de managers. Uit schrik zullen de managers dus de belangen van de aandeelhouders opvolgen bij de bedrijfsvoering.

#### *Imperfectie marktmechanisme 4:*

Aan een potentiële overname zijn aanzienlijke transactiekosten verbonden. De potentiële kopers moeten informatie bemachtigen aangaande het bedrijf om te bepalen of ze voordeel kunnen halen uit de overname.<sup>68</sup> Bovendien moeten de mogelijke kopers fondsen verzamelen om de overname te financieren. Ze moeten de bestaande aandeelhouders overtuigen om hun aandelen te verkopen. Ook dienen ze een superieur management team samen te stellen en mechanismen te installeren om de prestaties van het management te verbeteren.<sup>69</sup> Er eveneens kosten verbonden aan het bepalen van het optimale overnamebod. Transactiekosten kunnen ook gerechtelijke kosten omvatten indien het management zich verzet tegen een overname. Het management moet zich dus geen zorgen maken zolang de transactiekosten, inclusief de te betalen meerwaarde op de huidige aandelenprijs, groter zijn dan de verwachte opbrengst voor de bidders.

#### *3.1.3.5. De arbeidsmarkt voor managers*

Verder worden managers beperkt door de arbeidsmarkt. Er is namelijk concurrentie tussen de managers om de meest aantrekkelijke werkaanbieding te krijgen. Dit motiveert het management om in het belang van de aandeelhouders te handelen.<sup>70</sup> Hoe meer een manager de belangen van een aandeelhouder vooropstelt, hoe groter zijn waarde voor de investeerders, hoe hoger de prijs die men wil betalen om hem in te huren.<sup>71</sup> Door de aandelenwaarde te

---

<sup>67</sup> F. H. EASTERBROOK en D. R. FISCHER, (1981), *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review 94, 1170

<sup>68</sup> O. E. WILLIAMSON, (1986), *Economic Organisation-Firms, Markets and Policy Control*, Brighton: Wheatsheaf Book Ltd, 226

<sup>69</sup> F. H. EASTERBROOK en D. R. FISCHER, (1981), *The Proper Role of a Target's management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review 94, 1170

<sup>70</sup> E. F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, 88 Journal of Political Economy, 289

<sup>71</sup> A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, American Economic Review 62, 733

maximaliseren zal de manager een goede reputatie krijgen in de markt en op die manier is men zeker van toekomstige werkaanbiedingen. Bedrijven zullen de managers betalen in verhouding tot hun externe marktwaarde. Indien ze minder zouden betalen, zouden managers het bedrijf verlaten om elders hogere compensatie te ontvangen. Druk van de arbeidsmarkt op managers om te handelen in belang van de aandeelhouders, vereist dat men over correcte informatie beschikt wat betreft de prestaties in de arbeidsmarkt. Een belangrijke bron hiervoor is de marktwaarde van de aandelen van het bedrijf. Hoe hoger de aandelenprijs, hoe succesvoller het management handelt in het belang van de aandeelhouders. De marktwaarde van een manager is afhankelijk van het succes van het bedrijf in zijn geheel, wat tot gevolg heeft dat de manager prestaties van anderen gaat aanmoedigen. Managers binnen hetzelfde team zullen elkaar controleren en coördineren (zowel top-down als bottom-up), aangezien de waarde op de arbeidsmarkt betrekking heeft op héél het management.<sup>72</sup> Deze onderlinge controle zal het “shirking”-probleem eveneens sterk reduceren.<sup>73</sup> Dus managers worden niet alleen gedreven door de arbeidsmarkt buiten de firma maar ook door de competitie van andere managers binnen het bedrijf.

#### *Imperfectie marktmechanisme 5:*

Evenals de markt van mogelijke overnames, zorgt ook de arbeidsmarkt voor managers voor omvangrijke transactiekosten. Potentiële werkgevers hebben accurate informatie over de capaciteiten van de managers nodig. Ze moeten namelijk weten of manager A beter zal voldoen aan hun eisen dan manager B. Aandeelhouders en managers moeten eveneens informatie kennen over de beschikbaarheid van de managers op de arbeidsmarkt. Zoals reeds eerder vermeld bevat de aandelenprijs informatie over de prestaties van het management. Maar ze geeft enkel informatie over het hele team en niet over de individuen. Het is precies die specifieke, individuele informatie die van belang is in competitieve arbeidsmarkten. Over het algemeen is het kostelijk om specifieke informatie over de prestaties en talenten van een individuele manager te verwerven. “Headhunting”-bedrijven kunnen inlichtingen opsporen

---

<sup>72</sup> E. F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, Journal of Political Economy 88, 291-292

A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, American Economic Review 62, 734

<sup>73</sup> E. F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, Journal of Political Economy 88, 293

over de prestaties van managers. Deze kosten zijn zo groot dat de druk van arbeidsmarkten belangenconflicten niet kan elimineren. Bovendien geeft informatie over de prestaties van de managers in het verleden geen garantie dat hij in een volgende job even succesvol zal zijn. Een manager kan zijn gedrag ook wijzigen ten opzichte van de aandeelhouders. Hij kan bijvoorbeeld meer gaan “free-riden” of meer gaan consumeren “on-the-job” dan in zijn werkverleden het geval was.<sup>74</sup> Informatie over managers heeft te verduren met het probleem van “adverse selectie” (historische informatie) en “moral hazard” (veranderen van gedrag). Het probleem van de “adverse selectie” vindt zijn oorsprong in het feit dat het heel kostelijk is om het “human capital” van de manager precontractueel te beoordelen. Het probleem van “moral hazard” doet zich voor omdat het moeilijk is om accurate informatie te bemachtigen over het postcontractuele gedrag van een manager.

### 3.2. Efficiënte oplossingen voor het belangenconflict

De eerder besproken marktmechanismen zullen het belangenconflict niet volledig elimineren maar enkel verzachten. Drie mogelijke oplossingen zullen daarom hierna besproken worden om de beheerskosten te drukken, namelijk de werking van marktmechanismen, controle van het management en persoonlijk aansprakelijkheid.

#### *3.2.1. Het bevorderen van de werking van marktmechanismen*

Er bestaan wettelijke regels die de vennootschappen (met een minimumomzet van 495.787,04 EUR.) verplichten om een boekhouding te houden in overeenstemming met de regels van het dubbele boekhouden, jaarlijks een inventaris op te maken en op basis hiervan een jaarrekening (bestaande uit balans, resultatenrekening en toelichting) op te stellen.<sup>75</sup> Overeenkomstig Titel VI van het Wetboek van Vennootschappen zijn de bestuurders van een vennootschap overigens verplicht om een jaarverslag op te stellen, waarin zij rekenschap geven van hun beleid.<sup>76</sup> Dit alles levert informatie over de prestaties van het management aan de markt voor vennootschapsrechtelijk beheer, de arbeidsmarkt voor managers en de

---

<sup>74</sup> E. F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, Journal of Political Economy 88, 292

<sup>75</sup> Boekhoudwet Art. 4, 9, 10

<sup>76</sup> Wetboek van Vennootschappen Art. 95 en 96

factormarkt. De jaarrekening moet bovendien binnen 6 maanden na het afsluiten van het boekjaar ter goedkeuring aan de Algemene Vergadering worden voorgelegd.<sup>77</sup> Managers beseffen dat de bekendmaking van slechte financiële cijfers gevolgen zal hebben op de verschillende markten (daling van de marktwaarde van het menselijk kapitaal, risico op overname en verlies van job gevolgen op de factormarkt). Bijgevolg hebben ze verscheidene beweegredenen om de financiële cijfers te manipuleren. Om dit te voorkomen is de verificatie van de resultatenrekening en de jaarbalans door een onafhankelijke auditor of commissaris (lid van Instituut der Bedrijfsrevisoren) wettelijk verplicht. Het recht om de auditor of commissaris aan te werven en te ontslaan ligt bij de aandeelhouders.<sup>78</sup> Een commissaris kan alleen om “wettige redenen” ontslagen worden door de Algemene Vergadering (bijvoorbeeld nalatigheid bij het vervullen van de commissarisopdracht).<sup>79</sup> Er dienen ook gegevens publiek te worden gemaakt betreffende de vergoedingspakketten van het topmanagement. Dit bevordert eveneens de werking van marktmechanismen. Het mechanisme van de arbeidsmarkt zou efficiënter werken indien de vergoedingen van de individuele topmanagers bekend zouden zijn. Toch dienen in de jaarlijkse financiële staten enkel de lonen van de “gezamenlijke huidige en ex”-leden van de raad van bestuur en van de “gezamenlijke huidige en ex”-leden van het directiecomité, zonder individualisatie.<sup>80</sup> De aandeelhouders hebben eveneens het recht om gedurende de aandeelhoudersvergaderingen alle relevante informatie (administratie, boekhouding, ..) met betrekking tot het bedrijf op te vragen, behalve indien de informatie in het belang van de vennootschap niet kan worden weergegeven.<sup>81</sup> De transactiekosten gekoppeld aan het onderzoek van deze bedrijfsdocumenten door de aandeelhouders kunnen substantieel zijn. Hierdoor zou belangrijke informatie mogelijk niet beschikbaar kunnen worden gesteld op de markten. De wettelijke regels vergemakkelijken de

---

<sup>77</sup> Wetboek van Vennootschappen Art. 92

<sup>78</sup> [www.fisconet.fgov.be](http://www.fisconet.fgov.be)

Wetboek van Vennootschappen Art. 130, 141, 146, 779

<sup>79</sup> [www.fisconet.fgov.be](http://www.fisconet.fgov.be)

Wetboek van Vennootschappen Art 135

<sup>80</sup> <http://www.cbfa.be>

<http://www.senate.be>

<sup>81</sup> <http://www.fisconet.fgov.be>

Wetboek van Vennootschappen Art. 410

H. BRAECKMANS, (2002), *Het vraagrecht van de aandeelhouders in de Algemene Vergadering*, Bruylant, 533



werking van de markten om het gedrag van de managers te disciplineren daar ze de transactiekosten voor de spelers in deze markten verminderen.

Flexibele verhandelbaarheid van aandelen geeft de kapitaalverschaffers de mogelijkheid om op elk tijdstip hun belegging te verplaatsen. Daarenboven bevordert het de werking van het marktmechanisme: ontevredenheid van de aandeelhouders over het management resulteert in een groot aantal verkopen van aandelen, wat de aandelenprijs zal doen dalen en de verschillende markten bijgevolg zal informeren.

Het marktmechanisme voor vennootschapsrechtelijk beheer vereist zowel verhandelbaarheid van aandelen als stemrecht, opdat ze het management kan disciplineren. In de Belgische wetgeving worden zowel de leden van de raad van bestuur als de leden van het directiecomité aangesteld en ontslagen door de Algemene Vergadering.<sup>82</sup> De bestuurders in een NV zijn bovendien steeds “ad nutum” afzetbaar, wat betekent dat de bestuurders steeds terstond kunnen worden afgezet bij gewone meerderheid van stemmen, zonder dat zij recht hebben op een opzegtermijn of een opzegvergoeding. Het ontslag dient ook niet gemotiveerd te zijn.<sup>83</sup> De leden van de directieraad worden benoemd en ontslagen door het directiecomité.<sup>84</sup> Het Wetboek van Vennootschappen vermeldt verder nog specificaties betreffende de vennootschapsrechtelijke maatregelen die te omvangrijk zijn en daarom niet vermeld zullen worden.

### *3.2.2. Een strengere controle op het management*

Stel dat aandeelhouders het recht hadden om tussen te komen in alle beslissingen van het management, of dat het management de goedkeuring van de aandeelhouders nodig zou hebben om een bepaalde actie te ondernemen (bijvoorbeeld voor transacties of investeringen). Deze regels zouden de controle op het management aanzienlijk vergroten en zorgen ervoor dat de managers niet alleen handelen in hun belang. Tegelijkertijd zou dit de beheerskosten (monitorkosten, kosten voor informatieverzameling, een trager beslissingsproces, minder comparatief voordeel dus minder specialisatie, “shirking”- problemen,...) erg verhogen en

---

<sup>82</sup> Wetboek van Vennootschappen, Art. 518, 524, 910, 911, 917

<sup>83</sup> B. TILLEMANS, (1996), *Bestuur van vennootschappen: statuur, interne werking en vertegenwoordiging*, Kalmthout, Biblo, 271-272

<sup>84</sup> Wetboek van Vennootschappen, Art. 905

leiden tot een minder effectief bestuur van de vennootschap. Daarnaast bestaan er nog andere hulpmiddelen zonder de bovenvermelde neveneffecten die de controle van de aandeelhouders op het management versterken.

Een voorbeeld van een dergelijk instrument is het recht van de minderheidsaandeelhouders om een speciale vergadering te organiseren om bepaalde items aangaande het management te bespreken. Daarnaast is het mogelijk dat de aandeelhouders het recht hebben om referentie-aandeelhouders (a committee of shareholders) aan te stellen. Het management moet aan deze groep rapporteren over belangrijke beslissingen en die gedefinieerd zijn in de oprichtingsakte van de vennootschap (bijvoorbeeld investeringen boven een bepaald bedrag). Verder kunnen de minderheidsaandeelhouders het recht hebben om punten op de agenda te zetten die tijdens de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering besproken worden.<sup>85</sup> De welvaartmaximaliserende aandeelhouders zullen de bovenvermelde instrumenten enkel benutten indien de verwachte opbrengsten groter zijn als de kosten. Om te voorkomen dat het management geen buitensporig grote kasbalansen kan aanhouden, kunnen de aandeelhouders het recht hebben om hogere dividenduitkeringen te bedingen. Over dit voorstel wordt dan op de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering gediscussieerd en gestemd. Een alternatief om overdreven kasbalansen te reduceren is de heruitgifte van aandelen.

Overigens hebben minderheidsaandeelhouders het recht om kandidaten voor het directiecomité te benoemen. Voor een algemene beschrijving over deugdelijk bestuur voor vennootschappen (“Corporate Governance”) en meer specifiek over het oplossen van belangenconflicten wordt verwezen naar bijlage 1 (Code Lippens: beursgenoteerde vennootschappen).

De OESO (Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling) hanteert volgende definitie van corporate governance: Corporate governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as the board, managers, shareholders and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also

---

<sup>85</sup> Wetboek van Vennootschappen, Art. 540

Code Lippens, inleiding punt 6

Code Lippens, principe 8

provides the structure through which the company objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance.<sup>86</sup>

### 3.2.3. *Persoonlijke aansprakelijkheid van de managers*

Persoonlijke aansprakelijkheid van het management reduceert de beheerskosten zowel *ex ante*, door het voorkomen van acties uit eigenbelang, en *ex post*, door een compensatie toe te kennen aan de aandeelhouders voor verliezen. Het concept van de vennootschap stelt de managers in regel niet persoonlijk aansprakelijk voor acties genomen door aandeelhouders of door de normale bedrijfsvoering. Persoonlijke aansprakelijkheid van het management zou substantiële kosten, zowel direct als indirect, veroorzaken voor aandeelhouders en de maatschappij in het algemeen. Directe kosten doen zich voor aangezien de managers niet alleen vergoed willen worden voor het leveren van arbeid, maar ook voor het aansprakelijkheidsrisico. Het nemen van een verzekering tegen persoonlijke aansprakelijkheid op kosten van het bedrijf, zou de gevraagde vergoeding van managers kunnen verlagen maar dit brengt een andere kost met zich mee, namelijk de kost van de verzekeringspremie. Bovendien zouden de juridische kosten in geval van een betwisting qua aansprakelijkheid substantieel zijn. Managers zouden eisen dat deze kosten eveneens in het vergoedingspakket worden opgenomen. Naast deze directe kosten, veroorzaakt persoonlijk aansprakelijkheid van het management ook indirecte kosten. Bijvoorbeeld de indirecte kost verbonden aan het reputatieverlies dat de manager zou kunnen hebben, zou moeten worden opgenomen in het salaris.

Er zijn nog andere indirecte kosten verbonden aan persoonlijke aansprakelijkheidstelling van managers. Ten eerste zouden risico-averse managers zich niet langer op de arbeidsmarkt aanbieden. Dit zou het beschikbare talent en het aantal competente managers verminderen. Daaruit volgt dat indien het aanbod van gespecialiseerde managers daalt, de prijs zal stijgen waardoor ook de bedrijfskosten stijgen. Ten tweede zouden de managers de bedrijfsmiddelen aanwenden met als doel het minimaliseren van de kans op aansprakelijkheid, in plaats van het maximaliseren van de aandelenwaarde. Hierdoor kunnen de aandeelhouders

---

<sup>86</sup> OECD, (1999), OECD Principles of corporate governance, *Ad hoc Task Force on Corporate Governance*, Paris, Report SG/CG995

opportuïteitsverliezen ondervinden. Als derde punt kan aangehaald worden dat niettegenstaande de lagere beheerskosten, de opbrengsten voor aandeelhouders zouden dalen door de te betalen aansprakelijkheidsvergoeding, juridische kosten en door de opportuïteitsverliezen. Bijgevolg zal de aandelenwaarde eveneens dalen en zal de onderneming minder kapitaal kunnen verzamelen voor investeringen door de uitgifte van aandelen. Een laatste indirecte kost is het implementatieprobleem van de aansprakelijkheidsregels. Het gerecht heeft onvoldoende kwalificaties en expertise om correct over de beslissingen van het management te oordelen bij aansprakelijkheidsbetwisting. De vermelde (in)directe kosten zullen waarschijnlijk hoger liggen dan de verwachte opbrengst (i.e. verminderde beheerskosten). De persoonlijke aansprakelijkheid van de managers zou daarom strikt beperkt moeten worden tot gevallen van opzettelijk wanbeleid en ernstig verzuim, die aanleiding geven tot schade voor de aandeelhouders en de vennootschap in het algemeen.

### 3.3. Juridische oplossingen voor de interne kosten

In punt 3.1. en 3.2. werd het belangenconflict tussen aandeelhouders en managers uitvoerig besproken. Er werd toegelicht waarom de relevante marktmechanismen er niet in slagen om het belangenconflict op te lossen. Daarna werden enkele oplossingen voorgesteld om het belangenconflict tussen de aandeelhouders en managers te verlichten. Nu zal beschreven worden hoe de wettelijke verplichtingen in de praktijk het belangenconflict trachten op te lossen.

#### *3.3.1. Het vennootschapsbelang versus het aandeelhoudersbelang<sup>87</sup>*

In de Belgische wetgeving hebben de aandeelhouders en de vennootschap mogelijk verschillende belangen. De managers moeten handelen in het belang van de vennootschap. De vennootschap bestaat uit twee lagen (two-tier), namelijk de raad van bestuur en het directiecomité. Het directiecomité vult de raad van bestuur aan. De raad van bestuur is samengesteld uit een groot aantal bestuurders die zich niet voltijds aan het bestuur van de vennootschap wijden. Meestal worden deze bestuurders aangesteld als vertegenwoordigers

---

<sup>87</sup> The Economist, *Still counting the costs*, 18 oktober 2003

van de meerderheidsaandeelhouders tenzij ze op grond van hun ervaring of bekwaamheid als onafhankelijke bestuurders fungeren. De raad van bestuur van grotere vennootschappen vergadert enkele malen per jaar of hoogstens maandelijks. Het directiecomité daarentegen bestaat uit leden van het management en zogenaamde actieve bestuurders, die zich voltijds met het bestuur van de onderneming bezighouden. Het directiecomité komt veel frequenter samen, meestal wekelijks. Het directiecomité bestaat uit de gedelegeerd bestuurder en uit de directeurs die verantwoordelijk zijn voor de diverse afdelingen van de onderneming. Ze zijn aangesteld door de raad van bestuur.

Zowel de leden van de raad van bestuur als die van het directiecomité zijn verplicht om te handelen in het belang van de vennootschap. De raad van bestuur heeft de verplichting ten opzicht van de vennootschap om zijn taken en verantwoordelijkheden optimaal uit te voeren. Deze verplichting heeft tot gevolg dat de managers bij beslissingen niet enkel rekening moeten houden met het welvaartmaximerende belang van de aandeelhouders maar ook met het vennootschappelijke belang in kwestie. Het nastreven van welvaart, vooruitgang en continuïteit, met als doel de verwezenlijking van het objectief waarvoor de vennootschap werd opgericht zoals beschreven in zijn oprichtingsakte is in feite het vennootschappelijke belang. De onderliggende redenering is dat, gegeven de rechtspersoonlijkheid van de vennootschap, het bedrijf een entiteit op zichzelf is en belangen heeft die mogelijk verschillen van de belangen van de aandeelhouders. De belangen van de aandeelhouders is dus slechts één factor waarmee de managers rekening mee moeten houden in hun beslissingsproces. Andere factoren zijn de belangen van de werknemers en de crediteuren.<sup>88</sup> Het vennootschappelijk belang kan dus samenvallen met de welvaartmaximaliserende belangen van de aandeelhouders, maar wijkt hier naar gelang de omstandigheden vanaf. In het laatste geval dienen de managers de voorkeur te geven aan het vennootschappelijk belang. De betekenis van de term “vennootschappelijk belang” is afhankelijk van de aard van de bedrijfsactiviteiten, de betrokken personen, de commerciële omgeving en het objectief van de onderneming beschreven in de oprichtingsakte. De taak van het management in het organisatorisch kader van de vennootschap is de bedrijfsvoering. De verplichting om hun macht en autoriteit aan te wenden om te handelen in het vennootschappelijk belang is gebaseerd op dit concept. Het feit dat managers in het belang van de vennootschap moeten

---

<sup>88</sup> P. SANDERS en W. WESTBROEK, (1994), *BV en NV Het nieuwe ondernemingsrecht* (7<sup>de</sup> editie), Kluwer, 245

handelen en niet in het belang van de aandeelhouders per se, geeft hen niet het recht om persoonlijke interesses na te streven ten koste van de aandeelhouders.<sup>89</sup>

### *3.3.2. De mogelijkheid tot het herroepen van managementbeslissingen*

In de Amerikaanse wetgeving worden managers gedisciplineerd door vertrouwelijke plichten ("fiduciary duties")<sup>90</sup>. De Belgische wet daarentegen legt een wettelijke gedragsbeperking op aan de managers om ervoor te zorgen dat ze enkel handelen in het belang van de vennootschap. De allocatie van bedrijfsmiddelen voor persoonlijk nut, wijkt af van het vennootschappelijk belang en van het aandeelhoudersbelang. De aandeelhouders worden in dit opzicht eveneens beschermd, dankzij de verplichting van de managers om te handelen in het belang van de vennootschap. Aandeelhouders hebben een recht om zichzelf en het bedrijf te beschermen tengevolge van beslissingen van het management. Ze kunnen de herroeping van "onredelijk en onjuiste" beslissingen van de raad van bestuur vragen, inclusief beslissingen die strijdig zijn met het vennootschappelijk belang. Bovendien kunnen managers persoonlijk aansprakelijk worden gehouden voor de geleden schade door de vennootschap als resultaat van hun wanprestatie.

De vennootschap en zijn kiescollege (aandeelhouder, managers en leden van het directiecomité) moeten ten opzichte van elkaar op een redelijke en eerlijke manier handelen. De beslissingen van het management bedoeld om andere doelen dan het vennootschappelijk belang dienen, zijn in tegenspraak met de principes van redelijkheid en eerlijkheid.<sup>91</sup>

### *3.3.3. De persoonlijke aansprakelijkheid van managers*

De specifieke gevallen van bestuursaansprakelijkheid zullen hier niet besproken worden. Er wordt hiervoor verwezen naar de desbetreffende artikelen in het Wetboek van Vennootschappen en het Burgerlijk wetboek.

---

<sup>89</sup> [www.fisconet.fgov.be](http://www.fisconet.fgov.be)

Wetboek van Vennootschappen, Art. 19, 36, 281, 521, 907

<sup>90</sup> S. M. BAINBRIDGE, (2002), *Corporation Law and Economics*, New York Foundation Press, 241-301

<sup>91</sup> [www.fisconet.fgov.be](http://www.fisconet.fgov.be)

Wetboek van Vennootschappen, Art. 527, 642, 647, 648, 649, 650

Naast de mogelijkheid tot herroeping van de beslissingen van het management, kunnen managers ook persoonlijk aansprakelijk worden gesteld indien ze er niet in slagen hun job behoorlijk uit te oefenen. Een vereiste voor de aansprakelijkheidsaanstelling is dat de vennootschap schade heeft geleden ten gevolge van de wanprestatie van het management. Managers kunnen aansprakelijk worden gehouden in geval van opzettelijk wanbeleid of ernstig verzuim. Niet inbegrepen zijn de vergissingen die ze begaan hebben in de normale bedrijfsvoering, ook al zijn die vergissingen te wijten aan gewone nalatigheid. Het aansprakelijkheidsrisico is beperkt tot gevallen waarin de managers hun taken en verantwoordelijkheden ten opzichte van de onderneming ernstig verzuimen, meerbepaald in gevallen van duidelijk mismanagement. Verkeerde beoordelingen die niet onder de categorie van ernstig nalatigheid vallen, dienen gedragen te worden door de onderneming en de aandeelhouders. Ernstig verzuim dient geval per geval bekeken te worden, rekening houdend met de aard van de bedrijfsactiviteiten, het bedrijfsrisico in de sector, de toewijzing van de taken binnen de raad van bestuur, het bestaan van richtlijnen voor het management, de beschikbare informatie op het moment van de beslissing en de voorzichtigheid en het inzicht dat een competente manager nodig zou hebben. Sterke afwijkingen van het vennootschappelijke belang kunnen gelijkgesteld worden aan grove nalatigheid en daardoor persoonlijke aansprakelijkheid betekenen. De toewijzing van bedrijfsmiddelen, enkel voor persoonlijke nutsmaximalisatie (bijvoorbeeld door geld te verduisteren, persoonlijke transacties uitvoeren ten nadele van het bedrijf, het uit zijn op meer vrije tijd) van de manager en dit ten koste van het bedrijfsinkomen, kan leiden tot persoonlijke aansprakelijkheid.<sup>92</sup> Andere voorbeelden van bestuursfouten zijn: vergeten een brandverzekering af te sluiten voor de vennootschap, het sluiten van een overeenkomst onder duidelijk nadelige voorwaarden, het ondoordacht verlenen van krediet, onverantwoorde financiële risico's nemen (cf. Enron-zaak), overdreven zwaar financiële verplichtingen aangaan (Ahold-zaak), de vennootschap betrekken in dubieuze operaties, onvoldoende toezicht op personen die verantwoordelijk zijn voor het dagelijkse bestuur, etc.<sup>93</sup>

---

<sup>92</sup> <http://www.fisconet.be>

Wetboek van Vennootschappen, Art. 528, 529, 530, 610, 611

<sup>93</sup> L. BARREZEELE, S. CALLENS, I. DE BEELDE, B DE BIE en S. MEULENEAR, (2004), *Uit balans! Een interdisciplinaire analyse van recente boekhoudschandalen*, Intersentia, 130

#### ***Hoofdstuk 4: Beperkte aansprakelijkheid en organisatorisch gedrag***

De wettelijke beperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouders heeft bepaalde effecten op het gedrag van de onderneming en haar leiding. De regel van beperkte aansprakelijkheid heeft als gevolg dat het risico van aandeelhouders beperkt is tot de omvang van zijn investering. Hetzelfde geldt voor risico's verbonden aan activiteiten uitgevoerd door de vennootschap. Het gaat dan specifiek over het risico dat zij niet aan haar (betaling)verplichtingen jegens derden zal kunnen voldoen: een dergelijk risico heeft voor aandeelhouders slechts betekenis tot het bedrag van hun investering, omdat hun potentiële persoonlijke vermogensverlies tot dit bedrag is beperkt. Een gevolg hiervan is dat mogelijke verliezen (risico's) die de marktwaarde van de activa in de onderneming overstijgen, in het beginsel irrelevant zijn voor haar besluitvormers. Dit kan op zijn beurt er toe leiden dat de onderneming in verhouding tot de totale maatschappelijk kosten (risico's) van haar activiteiten, bovenmatig investeert in projecten met een hoog aansprakelijkheidsrisico. Dit alles kan vermeden worden indien de onderneming (en dus onrechtstreeks ook haar aandeelhouders) een premie zou betalen voor het risico dat, via beperkte aansprakelijkheidsregel, afgewenteld wordt op derden. Er zijn echter twee factoren die dit beletten. Ten eerste kunnen derden onvrijwillig risico lopen ten gevolge van de activiteiten van de onderneming. Op de tweede plaats kunnen obstakels in de relevante markten, zoals transactiekosten, informatieproblemen en ongelijke machtsposities, in de weg staan.

Vervanging van de beperkte aansprakelijkheid door onbeperkte aansprakelijkheid zou de onderneming er toe kunnen aanzetten om rekening te houden met de maatschappelijke kosten (risico's) van de activiteiten van de onderneming in haar besluitvorming. Hierdoor zouden bovendien de reële maatschappelijke kosten (risico's) verbonden aan de ondernemingsactiviteit worden weerspiegeld in aandelenprijzen. Maar de nadelen van onbeperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders zouden voor de vennootschap waarschijnlijk groter zijn dan de baten. Onbeperkte aansprakelijkheid zou de functies van de beperkte aansprakelijkheidsregel doorkruisen en waarschijnlijk leiden tot hogere besluitvormingskosten door grotere bemoeienis van aandeelhouders met de leiding van de onderneming, aanleiding geven tot hogere transactiekosten ten gevolge van extra informatieverwerking. Als gevolg van een en ander zou onbeperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders zowel de functies van de vennootschap met betrekking tot het beheer van de



onderneming, als de betekenis van de vennootschap voor de financiering van ondernemingsactiviteit ondermijnen.

Een vergelijkbaar effect zou zich voordoen in het geval van een regime van pro rata aansprakelijkheid, waarbij de aandeelhouders slechts voor een percentage gelijk aan het percentage van hun aandelen in het totale geplaatste kapitaal van de vennootschap aansprakelijk zouden zijn.<sup>94</sup> Bovendien is het denkbaar dat de internationale kapitaalmarkten wegen zouden ontwikkelen waarlangs onbeperkte aansprakelijkheid zou worden omzeild en de facto beperkte aansprakelijkheid zou worden gecreëerd.<sup>95</sup>

Een alternatief zou zijn om vennootschappen te verplichten tot betaling van een risicoconforme premie aan een onafhankelijk fonds, waaruit onbetaalde schuldeisers in geval van faillissement van de vennootschap zouden kunnen worden gecompenseerd. Dergelijke premies zouden de vennootschap en haar aandeelhouders, dwingen om in de besluitvorming het volledige risico te betrekken dat door de activiteiten van de onderneming, gegeven de beperkte aansprakelijkheidsregel, voor derden zou ontstaan.

Naast deze korte samenvatting zal er in deze thesis niet verder uitgewijd worden over de materie van onbeperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouders.

---

<sup>94</sup> H. HANSMANN en R. H. KRAAKMAN, (1991), *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, 100 Yale Law Journal

<sup>95</sup> J. A. GRUNDFEST, (1992), *The Limited Future of Unlimited Liability: A Capital Markets Perspective*, 102 Yale Law Journal

## **Deel 2: De vennootschap en zijn minderheidsaandeelhouders in België**

Zoals eerder besproken kunnen er belangenconflicten ontstaan tussen het management en de aandeelhouders van een vennootschap. Daarnaast is de verhouding en verstandhouding tussen de verschillende aandeelhouders evenzeer een erg delicate zaak, vermits de kans en vrees bestaat dat de “meerderheidsaandeelhouder” zijn machtspositie zal gebruiken ten opzicht van de “minderheidsaandeelhouder”. Grote aandeelhouders hebben vaak rechtstreekse controle in de Raad van Bestuur. Minderheidsaandeelhouders zijn daarentegen vaak de “pineut” van de scheiding tussen controle en management in een vennootschap. Een dergelijke verhouding tussen “minderheid” en “meerderheid” in een vennootschap kan een historisch feit zijn maar het kan ook een gevolg zijn van bijvoorbeeld de intrede van een “externe kapitaalverschaffer”, de uitwerking van een “successieplanning” in familieonderneming of de oprichting van “vennootschappen tussen echtgenoten” waarbij een echtgenoot minderheidsaandeelhouder wordt.

De bescherming van de minderheidsaandeelhouders in een vennootschap ligt niet voor de hand. Vennootschappen functioneren immers op basis van het meerderheidsprincipe, waarbij de beslissingen van de meerderheid de minderheid binden. In België was het vooral de verdienste van de rechtspraak om dit uitgangspunt te relativiseren en een minderheidsbescherming uit te bouwen. Het is niet altijd gemakkelijk om het begrip minderheid precies te omschrijven. Vaak kan de minderheid enkel gedefinieerd worden in relatie tot de meerderheid. Hierbij dient vooral aandacht te worden besteed aan de verhoudingen tussen minderheid en meerderheid in de algemene vergadering. In kleine vennootschappen zal de minderheid numeriek zwakker zijn dan de meerderheid, terwijl dat in grotere vennootschappen niet noodzakelijk het geval hoeft te zijn. Het begrip minderheid heeft bijgevolg een wisselende inhoud. Er zijn heel wat gevallen mogelijk waarin de minderheidsbescherming aan de orde komt. In de praktijk blijken de rechten van de minderheid vooral in het gedrang te komen bij kapitaalwijzigingen, overeenkomsten met andere vennootschappen waarbij de meerderheid belangen heeft, systematische reservering van winsten en het bepalen van vergoedingen van bestuurders. Het misbruik van meerderheidspositie is niet langer beperkt tot de algemene vergadering, maar kan ook liggen op het niveau van de raad van bestuur. Over de minderheidsbescherming zijn in ons land

verschillende belangrijke artikels en monografieën verschenen.<sup>96</sup> In de komende hoofdstukken zal dan ook een zo volledig mogelijk geactualiseerd overzicht gegeven worden van het fenomeen.

---

<sup>96</sup> J. LIEVENS, (1984), *Bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de vennootschap naar geldend en komend recht*, R. W., 2415-2435

## ***Hoofdstuk 1: Wettelijke bescherming van minderheidsaandeelhouders***

Een minderheidsaandeelhouder is een aandeelhouder zoals alle anderen en heeft ook dezelfde rechten als een zogenoemde “meerderheidsaandeelhouder” of referentieaandeelhouder. Enkele van deze rechten zijn: het stemrecht, het voorkeurrecht, vraagrecht en dergelijke meer. Het verschil is dat men een beperkt aantal aandelen bezit van een vennootschap en men geen zitting heeft in het bestuursorgaan van de vennootschap. Slechts een keer per jaar worden de minderheidsaandeelhouders uitgenodigd op de algemene vergadering. Maar de ene minderheidsaandeelhouder is de andere niet. Wanneer men meer dan 25% van de stemgerechtigde aandelen bezit, zal de impact groter zijn dan wanneer deze drempel niet wordt bereikt. Alle beslissingen van een buitengewone algemene vergadering moeten namelijk bij  $\frac{3}{4}$  meerderheid worden genomen. Besluiten tot kapitaalverhoging, doelwijziging, statutenwijziging kunnen enkel genomen worden mits goedkeuring van de 25%-minderheidsaandeelhouders, die dus over een blokkeringminderheid beschikken. Er ontstaat echter vaak een probleem door de wijze waarop de courante beslissingen op het niveau van de algemene vergadering en de raad van bestuur worden genomen, namelijk bij wijze van gewone meerderheid van stemmen (art. 63 W. Venn.). Met de principes van evenredige vertegenwoordiging wordt er hier dus geen rekening gehouden. Dergelijke “meerderheidsbeslissingen”, zoals de goedkeuring van de jaarrekening, de benoeming of ontslag van bestuurders, binden de minderheid en deze moeten zich hierbij neerleggen.

Nochtans biedt de vennootschapswet een aantal maatregelen en instrumenten om de “minderheidsaandeelhouders” te beschermen tegen de willekeur van de meerderheid. Deze mogelijkheid bestaat slechts voor zover de minderheidsaandeelhouders vertegenwoordigd zijn door een of meerdere bestuurders en voor zover deze vertegenwoordiging, binnen de schoot van dezelfde raad van bestuur, niet in de minderheid is. Dit zou het geval kunnen zijn voor een bestuurder binnen een vennootschap die een publiek beroep op het spaarwezen heeft gedaan.<sup>97</sup> Toch is het belangrijk om in het achterhoofd te houden dat de meerderheid het nog steeds voor het zeggen zal hebben. Zolang de meerderheid te goeder trouw handelt en volgens de normen, zal haar wil nog steeds “wet” blijven. De bescherming van de minderheid is in de Vennootschappenwet op een allesbehalve systematische wijze georganiseerd. Eigenlijk biedt de vennootschappenwet eerder een afgeleide dan een reële minderheidsbescherming, d. w. z.

---

<sup>97</sup> [http://www.ibr-ire.be/forum2003/downloads/Bescherming\\_minderheidsaandeelhouders.pdf](http://www.ibr-ire.be/forum2003/downloads/Bescherming_minderheidsaandeelhouders.pdf)

dat de minderheid haar belangen in veel gevallen zal moeten indekken via wetsbepalingen die niet enkel met dat doel in leven zijn geroepen.<sup>98</sup>

De positie van de individuele aandeelhouder wordt beschermd tegenover het misbruik van rechten door de (meerderheids-)aandeelhouder of het bestuur van de vennootschap door drie soorten mechanismen. Er bestaat namelijk een wettelijke bescherming en een statutaire/conventionele bescherming. In de eerste plaats voorziet de wet dus een zekere bescherming. De minderheidsaandeelhouders krijgen verschillende rechten toegewezen zoals eerder al vermeld. Denk bijvoorbeeld aan het vraagrecht, enkelvoudig stemrecht, recht op informatie enz... Vervolgens kunnen de statuten voorzien in een verdere bescherming wat betreft de statutaire bescherming. Daarnaast kunnen er ook afspraken gemaakt worden tussen de aandeelhouders onderling (conventionele bescherming). Zulke "aandeelhoudersovereenkomsten" kunnen beperkingen bevatten betreffende de overdraagbaarheid van aandelen alsook afspraken over het beleid (vb. stemafspraken). Tenslotte bezitten de minderheidsaandeelhouders juridische instrumenten om tegen een eventueel misbruik te strijden. De bescherming van minderheidsaandeelhouders in niet-beursgenoteerde bedrijven en bedrijven die geen publiek beroep doen op het spaarwezen berust in een combinatie van principes die voortvloeien uit het gemene recht, voornamelijk het aansprakelijkheidsrecht, en bijzondere voorzieningen die zijn ingesteld door de Vennootschappenwet. De meeste van die voorzieningen gelden trouwens ook voor de beursgenoteerde bedrijven en bedrijven die wel een publiek beroep doen op het spaarwezen en voegen zich op die manier bij de regels die de wetgever oplegt specifiek voor die bedrijven.<sup>99</sup>

### 1.1. Het recht om de bijeenroeping van de algemene vergadering te vorderen

Wanneer aandeelhouders, die tenminste 20% van het maatschappelijk kapitaal bezitten dit vragen, moet de raad van bestuur de algemene vergadering bijeenroepen (art. 268-382-532 W. Venn.). Dit dient te gebeuren binnen de drie weken na hun verzoek (art. 345 en 647 W. Venn.). De algemene vergadering zelf moet dan binnen een redelijke termijn gehouden

---

<sup>98</sup> J. LIEVENS, (1984), *Bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de vennootschap naar geldend en komend recht*, R. W., 2415-2435

<sup>99</sup> X. DIEUX, (2000), *De bescherming van de minderheidsaandeelhouders*, Accountancy & Tax 3, 19-21

worden. Dit voorschrift biedt bepaalde perspectieven op het vlak van de minderheidsbescherming, ook al omdat degene die de bijeenroeping van de algemene vergadering vorderen, de bevoegdheid en zelfs de plicht hebben om de agenda te bepalen. Op die manier kan de minderheid bepaalde grieven die zij bijvoorbeeld tegen de meerderheidsbestuurders zou wensen te formuleren, bij de algemene vergadering aanhangig maken.

Bovendien stelt deze rechtsmaatregel de minderheidsaandeelhouders in staat hun vraagrecht uit te oefenen en geïnformeerd te worden over diverse aspecten van de vennootschap. Op deze manier kunnen zij bijvoorbeeld bepaalde bestuurders aansprakelijk stellen door middel van een minderheidsvordering. Daarnaast is het een middel om zich publiek kenbaar te maken doordat de bijeenroeping in het Belgisch staatsblad verschijnt. In vennootschappen met aandelen aan toonder zal het publiek kennis kunnen nemen van de door de minderheid voorgestelde agenda, hetgeen de meerderheid niet steeds op prijs zal stellen. Indien de bijeenroeping niet gebeurt volgens de geldende richtlijnen of indien er geen gevolg wordt gegeven aan het verzoek kunnen er diverse sancties volgen (art. 345,1°-647,1° W. Venn.). De minderheidsaandeelhouders kunnen zich zelfs wenden tot de rechter in kort geding (zie hoofdstuk 4).

## 1.2. Het vraagrecht

Eén van de wettelijk voorziene rechten van de aandeelhouders is het vraagrecht. Het is immers de bedoeling dat elke aandeelhouder op de algemene vergadering beslissingen zal nemen met kennis van zaken. Ongeacht de aandelenparticipatie kan iedere aandeelhouder op elke algemene vergadering vragen stellen aan de bestuurders/zaakvoerders en commissarissen. De vragen mogen enkel betrekking hebben op het jaarverslag of agendapunten (art. 274-412-540 W. Venn.). Dit vraagrecht kan enkel uitgevoerd worden tijdens de algemene vergadering wat als gevolg heeft dat de aandeelhouders geen schriftelijke vragen kunnen indienen. Vragen met betrekking tot de bezoldiging van het kader, de strategie op middellange termijn, de waardering van bepaalde balansposten kunnen bijvoorbeeld aan bod komen. Het vraagrecht is bovendien quasi-absoluut en kan dus niet beperkt of opgeheven worden door de statuten of een beslissing van de algemene vergadering. De bestuurders/zaakvoerders moeten op de vragen antwoorden, voor zover de mededeling van de gegevens of feiten niet van die aard is “dat zij ernstig nadeel zou berokkenen aan de

vennootschap, de aandeelhouders of het personeel ervan” (art. 274-412-540 W. Venn.). Informatie die niet mag worden vrijgegeven wegens contractuele geheimhoudingsplicht is hiervan een voorbeeld. De miskenning door de bestuurders van dit vraagrecht kan leiden tot de nietigheid van de besluiten van de algemene vergadering (art. 64 W. Venn.). De bestuurders kunnen ook individueel aansprakelijk worden gesteld (art. 263-408-528 W. Venn.).

### 1.3. Het recht op informatie van aandeelhouders

De wetgever wil de minderheidsaandeelhouders door middel van andere maatregelen beschermen, door ze afzonderlijk of gezamenlijk als leden van de algemene vergadering het recht te geven op meer informatie dan gewoonlijk beschikbaar is via de indiening van de jaarrekening zoals die geregeld wordt door de artikelen 77 en volgende van de Vennootschappenwet en door het boekhoudkundig recht. Op zich vormt de controletaak die aan de commissarissen is opgelegd, volgens de bepalingen van artikelen 64 en volgende van de Vennootschappenwet, een maatregel die alle aandeelhouders beschermt, dus ook de minderheidsaandeelhouders. Dat maakt dat diverse specifieke gegevens verschuldigd zijn aan de aandeelhouders die verenigd zijn tijdens de algemene vergadering, ofwel in de vorm van speciale rapporten die respectievelijk door de bestuurders en door de commissarissen opgesteld moeten worden, ofwel in de vorm van een speciale mededeling naar aanleiding van de indiening van de jaarrekening (art. 77, al. 3).

Recht op informatie betekent dat de aandeelhouders tijdig voorafgaand aan de algemene vergadering een aantal documenten moeten ontvangen of kunnen opvragen zoals het jaarverslag en de jaarrekeningen (art. 269-381-535 W. Venn.).

In bepaalde gevallen heeft de aandeelhouder een individueel recht op informatie. Dat is bijvoorbeeld het geval wanneer de wet vereist dat de rapporten die in de oproepingsbrief aangekondigd zijn, vóór de vergadering beschikbaar moeten zijn voor de aandeelhouders die dat wensen. Bovendien kan elke aandeelhouder die alleen of samen met anderen 1 % van de stemrechten of een kapitaalsparticipatie van minimum € 1.239.772 bezit op basis van artikel 191 (eveneens een resultaat van de hervorming van 18 juli 1991) de aanwijzing vragen van één of meer met het onderzoek belaste deskundigen. Dit recht kan enkel uitgeoefend worden

indien er aanwijzingen zijn dat de belangen van de vennootschap ernstig aangetast (dreigen te) worden. De taak van de deskundige kan voortaan dan ook niet alleen op de boekhouding en de rekeningen slaan, maar ook op de verrichtingen van de organen van de vennootschap. De sancties zijn hetzelfde als deze bij het vraagrecht.

#### 1.4. Bijzondere meerderheden voor belangrijke beslissingen

De minderheidsbescherming wordt enigszins gewaarborgd door een aantal versterkte meerderheids- en quorumvereisten voor de besluitvorming in de algemene vergadering.

Voor bepaalde beslissingen is wettelijk op de algemene vergadering een volsterkte meerderheid nodig zoals reeds eerder vermeld. Dit is het geval bij volgende beslissingen:

- statutenwijzigingen: minstens  $\frac{1}{2}$  van het kapitaal moet aanwezig zijn en de besluiten vereisen  $\frac{3}{4}$  de van de stemmen van de aanwezige aandeelhouders (art.286-558 W. Venn.). Bijvoorbeeld bij een kapitaalsverhoging.
- wijziging van het maatschappelijk doel: minstens  $\frac{1}{2}$  van het kapitaal moet aanwezig zijn en de besluiten vereisen  $\frac{4}{5}^{\text{de}}$  van de stemmen van de aanwezige aandeelhouders (art. 287-413-559 W. Venn.). Bovendien dient er een voorafgaand verslag van de raad van bestuur ter verantwoording van de doelwijziging voorhanden te zijn, alsook een staat van activa en passiva die maximaal 3 maanden oud is.
- wijziging van rechten van soorten aandelen (art. 288-560 W. Venn.): bijzonder verslag van de raad van bestuur is vereist alsook de bijzondere meerderheid voor statutenwijziging binnen elk soort van aandelen.
- de ontbinding: minstens  $\frac{1}{2}$  van het kapitaal moet aanwezig zijn en de beslissing tot ontbinding vereist  $\frac{3}{4}$  de van de stemmen van aanwezige aandeelhouders (art. 343-386-645 W. Venn.).

Indien de minderheidsaandeelhouders over voldoende aandelen beschikken kunnen zij, alleen of gezamenlijk, bepaalde belangrijke beslissingen tegenhouden.



### 1.5. Andere wettelijke bepalingen

Naast de bovenvermelde maatregelen bestaan er nog diverse anderen zoals bijvoorbeeld: de nietigheid van de besluiten van de algemene vergadering ingeval van misbruik of bevoegdheidsoverschrijding. De individuele onderzoeks- en controlebevoegdheid van de aandeelhouders kan men inroepen wanneer het vraagrecht de gewenste informatie niet kan leveren (art. 166 e.v. W. Venn.). Men kan enkel zelf deze controlebevoegdheid inroepen waar er geen commissaris-revisor is benoemd, en daarbij kan men zich laten bijstaan door een accountant. Men kan dan aan de bestuurders alle informatie en inlichtingen vragen die men nodig acht. Deze bevoegdheid mag enkel gebruikt worden tot controle van drie elementen zijnde de financiële toestand van de vennootschap, de regelmatigheid van de jaarrekening en de conformiteit van de beslissingen met de vennootschapswet en de statuten. Zoals in 1.3 vermeld kan de aandeelhouder, onder bepaalde voorwaarden, de aanstelling van een deskundige vorderen indien er aanwijzingen zijn dat de belangen van de vennootschap in gevaar komen. Dit wordt vaak gebruikt door minderheidsaandeelhouders om bewijsmateriaal te verzamelen voor een toekomstige minderheidsvordering.<sup>100</sup> Deze minderheidsvordering is ook een bescherming die ingebouwd werd door de wet (art. 290-291, 416-417, 562-567 W. Venn.). De minderheidsvordering of de vennootschapsvordering, d.i. de vordering ingesteld voor rekening van de vennootschap tegen één of meerdere van haar bestuurders in het kader van hun interne aansprakelijkheid op grond van de bepalingen van het Wetboek van vennootschappen, vereist in principe een voorafgaande beslissing van de algemene vergadering van aandeelhouders, genomen bij gewone<sup>101</sup> meerderheid (artikel 561 W. Venn.). Gelet op het feit dat de verkozen bestuurders in de regel de emanatie zijn van de meerderheidsaandeelhouders, wordt er niet zo vaak besloten tot het instellen van een vennootschapsvordering.<sup>102</sup> Om de minderheidsaandeelhouders de mogelijkheid te bieden om hun vennootschap alsnog de schadevergoeding te bezorgen waar ze recht op heeft in het geval dat de (meerderheid binnen de) algemene vergadering nalaat om de vennootschapsvordering in te stellen of zelfs kwijting verleent aan de betrokken bestuurder(s), voorziet artikel 562 W.

<sup>100</sup> L. EBERHARDT, (2002), “Minderheidsaandeelhouders: wat zijn uw rechten?”, KMO-PME Magazine, 76

<sup>101</sup> Tenzij de statuten van de betrokken vennootschap een bijzondere meerderheid voorzien.

<sup>102</sup> H. BRAECKMANS, (1992), “Nieuwe regelen voor aandeelhouders en bestuurders: belangenconflict, minderheidsvordering, nieuwe regelen bij het houden van een algemene vergadering, deskundigenonderzoek”, in H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH (ed.), *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991*, Antwerpen, Maklu, p. 343

Venn.<sup>103</sup> dat de vennootschapsvordering ook door minderheidsaandeelhouders van een NV kan worden ingesteld, zij het enkel onder welbepaalde voorwaarden.<sup>104</sup> De vennootschapsvordering aldus ingesteld door één of meerdere minderheidsaandeelhouders overeenkomstig artikel 562 W. Venn. wordt in het Wetboek van vennootschappen gedefinieerd als de “minderheidsvordering”.

Om misbruiken te vermijden kan de minderheidsvordering niet door gelijk welke minderheidsaandeelhouder(s) (-groep) worden ingesteld.

Overeenkomstig artikel 562, lid 2 W. Venn. kan de minderheidsvordering enkel worden ingesteld door één of meer aandeelhouders die, individueel of gezamenlijk, op de dag waarop de algemene vergadering zich uitspreekt over de aan de bestuurders te verlenen kwijting:

- ofwel effecten<sup>105</sup> bezitten die tenminste 1 % (respectievelijk 10 % in een BVBA of CVBA) vertegenwoordigen van de stemmen verbonden aan het geheel van de op die dag bestaande effecten;
- ofwel effecten bezitten die een gedeelte van het kapitaal vertegenwoordigen ter waarde van ten minste 1.250.000 EUR.

Een belangrijk gevolg van artikel 562 W. Venn. is ook dat de minderheidsvordering voor een bepaalde bestuursfout die tijdens een bepaald boekjaar werd begaan, pas kan worden ingesteld nadat de algemene vergadering zich heeft uitgesproken over de eventueel aan de bestuurders te verlenen kwijting voor dat bepaalde boekjaar, wat in principe gebeurt op de (al dan niet uitgestelde) jaarvergadering (te houden ten laatste zes maanden volgend op het einde van het betreffende boekjaar). Dat betekent dat de minderheidsvordering niet het meest geschikte instrument is voor de minderheidsaandeelhouder(s) om snel te reageren op bepaalde beleidsfouten van de bestuurders.

---

<sup>103</sup> Artikel 562 W. Venn. herneemt het oud artikel 66bis §2 Venn.W. zoals ingevoerd door de wet van 18 juli 1991.

<sup>104</sup> Memorie van toelichting bij de wet van 18 juli 1991, geciteerd door o.a. H. BRAECKMANS, *o.c.*, p. 343, en Y. MERCHIERS, “*De bescherming van minderheden in rechtspersonen*”, in W. VAN EECKHOUTTE (ed.), (2000), *Rechtspersonenrecht*, Gent, Mys & Breesch nrs. 29 e.v.

<sup>105</sup> D.w.z. aandelen of, in voorkomend geval, winstbewijzen (cf. artikel 542 W. Venn.).

De minderheidsvordering wordt ingesteld *in naam* van de eisende minderheidsaandeelhouder(s). Dit is meteen het enige verschil dat er bestaat tussen de minderheidsvordering en de vennootschapsvordering *sensu stricto*, die wordt ingesteld in naam van de vennootschap op basis van een meerderheidsbesluit van de algemene vergadering. Essentieel is echter dat de minderheidsvordering, net zoals de vennootschapsvordering *sensu stricto*, voor rekening van de vennootschap wordt ingesteld, wat inhoudt dat de eventuele schadevergoeding, waartoe de bestuurders zouden worden veroordeeld, toekomt aan de vennootschap. De minderheidsvordering kadert immers in de interne contractuele verhouding die tussen de vennootschap en haar bestuurders bestaat, en dient dus strikt te worden onderscheiden van de individuele vordering die door een aandeelhouder (in uitzonderlijke gevallen)<sup>106</sup> in eigen naam én voor eigen rekening kan worden ingesteld op grond van artikel 1382 van het Burgerlijk Wetboek.

De minderheidsvordering wordt uiteraard ingesteld tegen de bestuurder(s) die de vermeende fout of inbreuk hebben gepleegd. Sommige rechtsleer raadt echter aan om de vennootschap zelf steeds mee te dagvaarden.<sup>107</sup>

De meest verregaande bescherming van de minderheidsaandeelhouders is wellicht de ontbinding van de vennootschap. In geval van aanmerkelijk verlies, namelijk wanneer het netto-actief is gedaald beneden drie vierden van het maatschappelijk kapitaal, wordt de mogelijkheid geboden aan de aandeelhouders, die een vierde van de op de vergadering vertegenwoordigde aandelen bezitten, om tot ontbinding van de vennootschap over te gaan op grond van art. 1871 B.W. Bovendien kan aanhoudende ernstige onenigheid tussen vennoten ook als een wettige reden in de zin van art. 1871 B.W. worden beschouwd, op voorwaarde dat de werking van de vennootschapsorganen volstrekt verhinderd wordt.<sup>108</sup>

Het is merkwaardig dat de wetgever, die allesbehalve van overdreven sympathie ten aanzien van de minderheidsaandeelhouders kan worden beschuldigd, een dergelijke ingrijpende

---

<sup>106</sup> Een aandeelhouder kan immers slechts een individuele vordering wegens bestuurdersaansprakelijkheid instellen indien hij kan aantonen dat hij een schade heeft geleden die te onderscheiden is van de schade van de vennootschap, waarvan alle aandeelhouders op evenredige wijze de weerslag hebben ondergaan (zie b.v. K. GEENS, e.a., *“Overzicht van rechtspraak. Vennootschappen”*, T.P.R. 2000, p. 306, nr. 267 alsook de in voetnoot 848 aangehaalde rechtsleer).

<sup>107</sup> [http://www.ibr-ire.be/forum2003/downloads/Bescherming\\_minderheidsaandeelhouders.pdf](http://www.ibr-ire.be/forum2003/downloads/Bescherming_minderheidsaandeelhouders.pdf)

<sup>108</sup> J. LIEVENS, (1984), *Bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de vennootschap naar geldend en komend recht*, R. W., 2415-2435

beslissingsmacht aan de minderheid heeft toegekend. Overigens kan men zich afvragen of de hier geboden minderheidsbescherming niet volledig illusoir is: het liquiditeitsoverschot van vennootschappen, wiens netto-actief in belangrijke mate verloren is gegaan, zal immers meestal niet bestaande zijn.<sup>109</sup>

Verder zijn er ook nog de belangenconflictenregeling (art. 259 e.v., 523 e.v. W. Venn.), het misdrijf van misbruik van vennootschapsgoederen en de geschillenregeling (art. 334 e.v.-370-635 e.v. W. Venn.).

De geschillenregeling is van belang omdat in veel vennootschappen en vooral familiale na verloop van tijd een zekere spanning tussen de diverse aandeelhouders of aandeelhoudersgroepen groeit. Vroeger beschikte men over een aantal procedurele middelen om in dergelijke conflicten tussen te komen, bv. de vordering tot aanstelling van een voorlopig bewindvoerder, de aanstelling van een gerechtelijk sekwester, de aanstelling van een expert, het beroep op de kortgedingrechter om bepaalde beslissingen of handelingen tegen te houden ... Deze rechtsmiddelen kunnen in een aantal situaties een oplossing bieden, doch deze oplossing is steeds tijdelijk. Uiteindelijk kan hiermee niets gewijzigd worden aan wat vaak de oorsprong van het probleem is, namelijk de aandelenverhouding. De Wet van 13 april 1995, in werking getreden op 1 juli 1996, heeft een totaal nieuw licht geworpen op deze problematiek door een vrij vergaande remedie in te voeren. Indien er gegronde redenen zijn, kan een aandeelhouder nu ertoe verplicht worden:

- zijn aandelen over te dragen aan één of meerdere medeaandeelhouders (de zogenaamde vordering tot uitsluiting van een vennoot, artikel 190ter Venn.W.); of
- de aandelen van één of meerdere medeaandeelhouders te kopen (de zogenaamde vordering tot uittreding, artikel 190quater Venn.W.).

Het is belangrijk te benadrukken dat deze geschillenregeling een subsidiair karakter heeft, m.a.w. dat zij slechts kan worden aangewend wanneer problemen binnen de vennootschap niet in der minne of door een minder vergaande maatregel kunnen worden opgelost. De geschillenregeling is van dwingend recht. Dit betekent dat statutaire clausules die een

---

<sup>109</sup> J. LIEVENS, (1984), *Bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de vennootschap naar geldend en komend recht*, R. W., 2415-2435

bepierking bevatten aan het recht van de vennoten om gerechtelijke uitsluiting of uittreding te vorderen, ongeldig zijn. Er kan bijvoorbeeld niet voorzien worden dat de gerechtelijke uitsluiting of uittreding slechts om welbepaalde redenen kan gevorderd worden. Het is evenmin mogelijk de door artikel 190ter Venn.W. voorgeschreven drempels te verhogen.

De vordering tot uitsluiting van een vennoot (artikel 190ter Venn.W.) kan worden ingesteld door één of meer vennoten die gezamenlijk:

- effecten bezitten die 30 % vertegenwoordigen van de stemrechten verbonden aan het geheel van de bestaande effecten;
- effecten bezitten die 20 % vertegenwoordigen van de stemrechten verbonden aan het geheel van de bestaande effecten, indien de vennootschap effecten heeft uitgegeven die het kapitaal niet vertegenwoordigen;
- aandelen bezitten waarvan de nominale waarde of de fractiewaarde 30 % van het kapitaal van de vennootschap vertegenwoordigt.

De vordering tot uittreding (artikel 190quater Venn.W.) kan worden ingesteld door elke aandeelhouder. Er zijn verder geen drempels voorzien, hetgeen betekent dat deze vordering zowel aan minderheids- als aan meerderheidsaandeelhouders toekomt.

De wet stelt als voorwaarde dat er “gegronde redenen” moeten zijn, waarvan de bewijslast ligt bij de eisende vennoot (*actori incumbit probatio*). Deze gegronde redenen zijn omstandigheden waardoor de verweerder redelijkerwijs niet langer kan geduld worden als aandeelhouder (artikel 190ter Venn.W.) of waardoor van de eiser niet langer redelijkerwijs kan gevergd worden dat hij nog langer aandeelhouder blijft samen met verweerder (artikel 190quater Venn.W.).

Hoewel zowel in artikel 190ter als in artikel 190quater Venn.W. verwezen wordt naar het bestaan van een “gegronde reden”, verschilt de klemtoon aanzienlijk in beide artikels. Bij artikel 190ter Venn.W. zal het vennootschapsbelang het centraal criterium zijn, terwijl artikel 190quater Venn.W. daarentegen de belangen van de aandeelhouder beoogt te beschermen. Het bestaan van een gegronde reden wordt feitelijk beoordeeld. De belangrijkste toepassingsgevallen zullen hierna aan bod komen:

1) Een zwaarwichtige wanprestatie van een vennoot zal aanleiding kunnen zijn voor een vordering op grond van artikel 190ter of quater Venn.W. Men kan daarbij bijvoorbeeld denken aan:

- diefstal ten nadele van de vennootschap (190ter - Vz. Kh. Antwerpen, 18 juni 1998, niet gepubliceerd);
- geknoei met activa van de vennootschap (190ter - Vz. Kh. Brussel, 21 november 1997, A.J.T., 1998-1999, 757);
- intragroepsverrichtingen waardoor baten -zonder equivalente tegenprestatie- naar zuster-, dochter- of moedervennootschappen worden doorgeschoven, waar het aandeelhouderschap anders is gestructureerd (190quater - Vz. Kh. Kortrijk, 7 april 1997, V&F, 1997, 338).

2) Een zeer belangrijk toepassingsgeval dat in wezen aansluit bij de wanprestatie van de vennoot, bestaat in het misbruik van meerderheid. Volgende voorbeelden uit de rechtspraak kunnen worden aangehaald:

- De bestuurders, aangesteld door de minderheidsaandeelhouders, werden niet betrokken bij de belangrijkste beslissingen (Vz. Kh. Kortrijk, 10 juli 1997, V&F, 1997, 331);
- Misbruik van meerderheid waardoor de verweerder volledig wordt uitgesloten van bestuur en individueel controlerecht (190quater - Vz. Kh. Dendermonde, 19 maart 1997, TRV, 1997, 153; vgl. Vz. Kh. Hasselt, 16 juli 1997, niet gepubliceerd);
- Een meerderheidsaandeelhouder die manifest tegen de belangen van de vennootschap handelde en haar volledig ondergeschikt maakte aan het belang van de moedervennootschap (190ter - Vz. Kh. Dendermonde, 28 mei 1997).<sup>110</sup>

3) Anderzijds kan ook een misbruik van minderheidspositie aanleiding geven tot toepassing van artikel 190ter of quater Venn.W. Een voorbeeld uit de rechtspraak is het geval van een minderheidsaandeelhouder die met 25,4 % “om louter egoïstische redenen” een kapitaalverhoging verhinderde, hoewel de vennootschap dit kapitaal dringend nodig had (Vz. Kh. Brussel, 30 mei 1997)<sup>111</sup>.

---

<sup>110</sup> E. POTTIER en M. DE ROUCK, (1998), *Le divorce entre actionnaires: premières applications jurisprudentielles des procédures d'exclusion et de retrait*, TBH, 573

<sup>111</sup> E. POTTIER en M. DE ROUCK, (1998), *Le divorce entre actionnaires: premières applications jurisprudentielles des procédures d'exclusion et de retrait*, TBH, 573

4) In de praktijk is gebleken dat de onenigheid tussen vennoten de meest voorkomende reden is waarom een beroep wordt gedaan op artikel 190ter of quater Venn.W. Een louter meningsverschil tussen vennoten volstaat evenwel niet om toepassing te maken van de geschillenregeling, gelet op de toch verstrekkende gevolgen (gedwongen overdracht of gedwongen overname).

Een eerste vereiste, vooral beklemtoond door de rechtsleer, is dat de onenigheid blijvend en diepgaand moet zijn. Een loutere karakteriele onverenigbaarheid is onvoldoende. Evenmin zal een meningsverschil omtrent een beleidsbeslissing binnen de vennootschap op zich volstaan. In het kader van artikel 190ter Venn.W. (de uitsluiting) is een tweede vereiste dat de onenigheid de werking van de vennootschap of haar organen moet blokkeren of schaden. In het kader van artikel 190quater Venn.W. (de uittreding) benadrukken diverse uitspraken daarentegen dat dergelijke blokkering niet noodzakelijk is. Het belang van de vennoot staat daarbij immers centraal en zelfs het loutere risico van benadeling kan reeds volstaan. Dergelijke onenigheid is vaak door de jaren heen gegroeid, zonder dat men daarbij één van de aandeelhouders concreet met de vinger kan wijzen. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat twee (groepen) aandeelhouders een fundamenteel verschillende visie hebben omtrent de strategie die de vennootschap moet volgen. Wanneer men niet kan zeggen wie de oorzaak is van de onenigheid, of wanneer beiden evenzeer aan de oorsprong liggen van de onenigheid, zal de rechter veelal oordelen in het belang van de vennootschap. Hij zal met andere woorden onderzoeken wie van beide de grootste garanties kan bieden voor de continuïteit van de vennootschap.

Men kan besluiten dat in een vennootschap waar de aandeelhoudersstructuur tot problemen leidt, men sedert 1 juli 1996 met enige voorzichtigheid te werk zal moeten gaan.

Men zal enerzijds moeten vermijden een situatie te creëren waardoor een vordering op grond van 190ter of 190quater Venn.W. tegen zich kans op succes heeft. Anderzijds kan men in de mate van het mogelijke trachten een dossier op te bouwen op basis waarvan desnoods tegen de andere aandeelhouder(s) een vordering kan worden ingesteld op grond van 190ter of 190quater Venn.W.

Uit de praktijk blijkt tenslotte dat het bij deze dossieropbouw van het grootste belang is zich

---

<sup>112</sup> <http://www.ipcf.be/bib/content4.asp?levels1=7&levels2=3&levels3=24&levels4=19>

constructief op te stellen tegenover de tegenpartij. Een vijandige houding of een houding die vooral het eigenbelang lijkt te dienen, zal vaak door de rechter worden afgestraft.<sup>112</sup>

In het algemeen zijn de voorwaarden om een aanklacht in te dienen in de loop der jaren geëvolueerd. De vordering, die eerst in beperkende termen opgesteld was, hing in het begin af van het bewijs dat de van misbruik beschuldigde meerderheidsaandeelhouders de bedoeling hadden om de minderheidsaandeelhouders af te zetten. Momenteel lijkt dat element van opzet niet meer vereist.

Het volstaat dat een manifeste tegenwerking van het vennootschapsbelang aangetoond wordt en dat er voor de eisende aandeelhouders een, eventueel potentieel, nadeel uit voortvloeit op basis waarvan zij er belang bij hebben een aanklacht in te dienen. Het begrip machtsmisbruik treedt met andere woorden opnieuw op het voorplan. Die evolutie werd wettelijk tot regel bekrachtigd door artikel 190*bis*, § 1, 4° van de Vennootschappenwet, dat het resultaat is van een hervorming van 29 juni 1993. Dit artikel stelt dat "de rechtbank van koophandel op verzoek van elke belanghebbende de nietigheid uitspreekt van een beslissing van de algemene vergadering om elke reden van machtsoverschrijding of machtsmisbruik".<sup>113</sup> In hoofdstuk 3 vindt men een beknopt overzicht van de mogelijke vorderingen van een minderheidsaandeelhouder.

---

<sup>113</sup> X. DIEUX, (2000), *De bescherming van de minderheidsaandeelhouders*, Accountancy & Tax, 19-21



## ***Hoofdstuk 2: De conventionele bescherming van aandeelhouders***

Naast de wettelijke bescherming van de minderheidsaandeelhouders bestaat er ook een conventionele bescherming. De conventionele minderheidsbescherming kan allereerst via de statuten worden geregeld. Deze statutaire bepalingen brengen enkele gevolgen met zich mee. Ten eerste worden de statuten bekend gemaakt, dus ook de statutaire clauses die erin opgenomen zijn.

Ten tweede hebben de beschermbeperkingen in de statuten betrekking op alle aandelen van de vennootschap, terwijl aandeelhoudersovereenkomsten enkel partijen binden, die bovendien kunnen beslissen dat de overeenkomst enkel op bepaalde aandelen geldt.

Daarnaast kan de vrijwaring van de minderheidsbelangen ook gerealiseerd worden via aandeelhoudersovereenkomsten.

### 2.1. Statutaire beperking van het stemrecht

Elk kapitaalaandeel geeft in principe recht op één stem (art. 275, 382 en 541 W. Venn.) en gelijke aandelen geven recht op gelijk aandeel ( enkel zo in een NV en BVBA). De statuten kunnen nochtans het totaal aantal stemmen waarmee men op een bepaalde vergadering mag stemmen beperken op voorwaarde dat dit voor elke vennoot (art. 277 en 544 W. Venn.) op dezelfde wijze en zonder discriminatie gebeurt (gelijkheidsbeginsel). Zo kan men bijvoorbeeld opnemen dat elke aandeelhouder maar een stemrecht heeft van maximum 10% van het totaal aantal stemmen. Op deze manier wordt elke aandeelhouder gelijk behandeld en de macht van de meerderheidsaandeelhouders wordt hierdoor beperkt. Uit onderzoek door Christoph Van der Elst kan worden besloten dat controlerende aandeelhouders van Belgische beursgenoteerde vennootschappen geen gebruik maken van de constructie van de degressieve stemrechtbeperking. Een mogelijke verklaring is dat deze stemrechtbeperking aanleiding kan geven tot misbruik van meerderheid.<sup>114</sup>

---

<sup>114</sup> C. VAN DER ELST, (2001), *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen: economische-juridische analyse in België en Europa*, Gent Larcier, 283

## 2.2. Garanties inzake de vertegenwoordiging van bepaalde aandeelhouders in de raad van bestuur

De raad van bestuur van de NV en de zaakvoerders van de BVBA zijn het “hoogste orgaan” van de vennootschap. Het bestuursorgaan is geen verantwoording verschuldigd aan de algemene vergadering. Vermits de algemene vergadering de raad van bestuur benoemt en zij dit doet bij gewone meerderheid, zal een georganiseerde meerderheid van aandeelhouders in feite de gehele raad van bestuur aanstellen, zodat de raad van bestuur vaak “de emanatie is van de algemene vergadering”.<sup>115</sup> Bepaalde aandeelhouders gaan hier niet mee akkoord en willen aanwezig zijn op het niveau van de raad van bestuur. Er bestaan twee technieken om dit probleem op te lossen. Ten eerste zijn er statutaire clausules van bindend voordrachtrecht. Dergelijke clausules streven de vertegenwoordiging van individuele (minderheids-)aandeelhouders na in het bestuursorgaan. Men gaat categorieën van aandeelhouders aanduiden die het recht hebben om personen aan de algemene vergadering voor te dragen tot benoeming als bestuurder/zaakvoerder. Men kan dit “voordrachtrecht” ook toekennen aan een externe derde, bijvoorbeeld een benoemingscomité (zie verder – “corporate governance” – clausules). Men creëert op deze manier verschillende soorten van aandelen.<sup>116</sup>

De tweede techniek is de “techniek van cumulatief stemrecht”. Hierbij komt men overeen dat de algemene vergadering alle vacante bestuurders in één keer en door één enkele stemming benoemt. Op deze manier kan de minderheid al haar stemmen op de door haar voorgedragen kandidaat concentreren en bijgevolg de benoeming van één van haar bestuurders doordruwen. Alhoewel deze techniek zich in de praktijk niet zoveel voordeelt, heeft hij als voordeel dat er geen verschillende soorten aandelen worden gecreëerd en er dus geen toepassing gemaakt moet worden van artikel 288-560, W. Venn.<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> F. CLEEREN, (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax, 2, 22

<sup>116</sup> F. CLEEREN, (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax, 2, 22

<sup>117</sup> F. CLEEREN, (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax, 2, 22

### 2.3. De invoering van bijzondere meerderheden in de statuten

Zoals al gesteld, wordt in de algemene vergadering gestemd zonder aanwezigheidsquorum en met gewone meerderheid van stemmen. Ter bescherming van de minderheid kan men een bijzondere aanwezigheids- of meerderheidsquorum invoeren (argument ex artikel 63 W. Venn.). Dit geldt zowel voor de raad van bestuur/het bestuursorgaan als voor de algemene vergadering. De inbouw van dergelijke bijzondere meerderheden kan ook nadelige gevolgen hebben. Het kan de besluitname in de algemene vergadering en op de raad van bestuur bemoeilijken. Dit kan economische onverantwoord zijn en de efficiënte werking van de vennootschap in het gedrang brengen.

### 2.4. Statutaire overeenkomsten m.b.t. de winstuitkering

De meerderheid beslist op de jaarlijkse algemene vergadering ook over de besteding van de winsten, waardoor de minderheidsaandeelhouders eventueel gedurende jaren van dividenden verstoken blijven indien de winsten bijvoorbeeld systematisch geherinvesteerd worden. Toch kan men statutair regelen wat met de winsten gebeurt, bijvoorbeeld “Na drie jaar is er een winstuitkering, tenzij de algemene vergadering daar anders over beslist met een volsterkte meerderheid”.<sup>118</sup>

### 2.5. Clausules die de overdraagbaarheid van de aandelen beperken

Vooraleer de bescherming van de minderheidsaandeelhouders in verband met de overdraagbaarheid van aandelen aan bod komt, volgt er eerst een toelichting over de verschillende soorten aandelen die er bestaan.

Een eerste onderscheid kan men maken naar stemrecht. De meeste aandelen zijn stemgerechtigd, maar er bestaan ook niet-stemgerechtigde aandelen<sup>119</sup>. Onderzoek van de statuten en de jaarverslagen van beursgenoteerde vennootschappen wijst uit dat geen vennootschappen aandelen zonder stemrecht uitgeven. Belgische vennootschappen scheiden

---

<sup>118</sup> F. CLEEREN, (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax, 2, 24

<sup>119</sup> [www.tijd.be](http://www.tijd.be)

de zeggenschapsrechten niet van de financiële rechten. Een verklaring hiervoor kan de ontwikkeling van de aandelenstructuur zijn. De mogelijkheid tot uitgifte van aandelen zonder stemrecht dateert uit 1991. Wanneer een aandeelhouder de vennootschap controleert, levert de emissie van aandelen zonder stemrecht bijkomende financieringscapaciteit op zonder zeggenschapsverlies, maar de kapitaalkost van deze middelen ligt hoger (bevoorrecht dividend). De controlerende aandeelhouders wensen deze bijkomende kapitaalkost blijkbaar niet te dragen.<sup>120</sup> Daarnaast bestaan er ook nog aandelen met meervoudig stemrecht maar de emissie hiervan is in België verboden. Een ander onderscheid is er naar verhandelbaarheid. De meeste aandelen zijn uitgegeven 'aan toonder', maar er bestaan ook aandelen 'op naam'. In België zijn de meeste aandelen aan toonder, maar nog niet geheel volgestorte aandelen zijn nog steeds nominatief. Bij aandelen aan toonder is in principe de bezitter ook de eigenaar. De overdracht van aandelen aan toonder impliceert meteen eigendomsoverdracht, waardoor ze erg eenvoudig te verhandelen zijn. Bij nominatieve aandelen is de naam van de eigenaar ingeschreven op het aandeelhoudersregister van de onderneming. Dat moet aangepast worden als de aandelen op naam worden verkocht. In de praktijk gebeurt dit meestal erg snel, zodat aandelen op naam even vlot worden verhandeld als aandelen aan toonder.

Er bestaan nog andere criteria waarmee men aandelen in verschillende categorieën kan onderbrengen. Een van de meest voorkomende soorten aandelen zijn gewone of kapitaalaandelen. Die vertegenwoordigen een bepaald deel van het maatschappelijk vermogen. Daarnaast heb je bevoorrechte of preferente aandelen. Ook die vertegenwoordigen een deel in het maatschappelijke vermogen, maar hebben welomschreven voorrechten op de kapitaalaandelen. Die voorrechten, bijvoorbeeld het recht op een hogere deelname in de winst, worden in de statuten bepaald.

De bescherming van de minderheidsaandeelhouders kan worden verbeterd door overeenkomsten tussen aandeelhouders af te sluiten (of statutaire bepalingen), die beperkingen aan de overdraagbaarheid van aandelen bevatten.

Ten eerste bestaat er een onvervreemdbaarheidsclausule (art. 510, lid 2 W. Venn.). Deze clausules blokkeren een pakket aandelen in handen van bepaalde aandeelhouders. Dit is de beste en meest radicale maatregel voor een stabiel aandeelhouderschap. Dergelijke

---

<sup>120</sup> C. VAN DER ELST, (2001), *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen: Economische - juridische analyse in België en Europa*, Gent Larcier, 276

onvervreemdbaarheidsclausules zijn rechtsgeldig, doch moeten steeds verantwoord zijn op grond van het belang van de vennootschap en in tijd beperkt zijn.

Een tweede mogelijkheid is de voorkoopclausule. Deze clausules bepalen dat, ingeval van een overdracht van aandelen, de aandeelhouder zijn aandelen eerst gedurende een beperkte tijd moet aanbieden aan de in de voorkoopclausule vermelde personen (aandeelhouders of derden). De toepassing mag niet tot gevolg hebben dat de onoverdraagbaarheid van de aandelen verlengd wordt met meer dan zes maanden, anders zijn de aandelen vrij overdraagbaar (art. 510, lid 3 W. Venn.). De prijs waartegen het voorkooprecht kan gekocht worden moet bepaald of bepaalbaar zijn (vgl. koop-verkoop-art. 1591 of 1592 B.W.)

Een voorlaatste beperking van de overdraagbaarheid van aandelen is het volgrecht of “tag along” clausule (en de volgplicht). Het volgrecht verleent aan de minderheidsaandeelhouder het belangrijke recht om zijn aandelen mee over te dragen met de meerderheidsaandeelhouders tegen dezelfde prijs en dezelfde voorwaarden. Het volgrecht is van groot belang voor de minderheidsaandeelhouder, die bij verkoop door de meerderheidsaandeelhouder van zijn aandelen in de mogelijkheid wordt gesteld zijn minderheidspakket van aandelen mee te verkopen, hetgeen anders niet zo makkelijk zou kunnen. De volgplicht daarentegen legt aan de minderheidsaandeelhouder de plicht op om zijn aandelen mee over te dragen met de meerderheidsaandeelhouder. Het belang van de volgplicht bestaat er in dat een kandidaat-koper meestal slechts bereid is te kopen indien hij over 100% van de aandelen van een vennootschap beschikt.

Tenslotte bestaan er ook aanvaardings- of goedkeuringsclausules. Zij onderwerpen de overdracht van aandelen aan de goedkeuring van een orgaan, aan één of meerdere aandeelhouders of aan een derde.

Statutaire overdrachtsbeperkingen zijn meer afdwingbaar dan conventionele overdrachtsbeperkingen.<sup>121</sup> De rechtsleer neemt quasi-unaniem aan dat statutaire overdrachtsbeperkingen voor wat betreft “aandelen op naam” tegenstelbaar zijn aan derde, en bijgevolg de overdracht die met miskennis ervan plaatsvond niet tegenstelbaar is aan de vennootschap. Wat conventionele overdrachtsbeperkingen betreft, neemt de rechtsleer aan dat de miskennis ervan enkel op basis van de principes van derde-medeplichtigheid aan contractbreuk met nietigheid kan worden gesanctioneerd.

---

<sup>121</sup> B. TILLEMANN, (1999), “Statutaire variaties inzake overdrachtsbeperkingen bij niet-publieke vennootschappen”, Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht 10-31, 533-541

## 2.6. Aankoop –en verkoopopties

Bij een aankoopoptie (een zogenaamde “call-optie” of een eenzijdige verkoopbelofte) bestaat de overeenkomst erin aan een aandeelhouder de mogelijkheid te bieden een andere aandeelhouder tot verkopen te verplichten. Bij een verkoopoptie (een zogenaamde “put-optie” of een eenzijdige aankoopbelofte) bestaat de overeenkomst erin aan een aandeelhouder het recht te verlenen om te eisen dat zijn medeaandeelhouder of een derde zijn aandelen overneemt. De eventuele voorwaarde waaronder dergelijk verkoop kan worden gevorderd kan bijvoorbeeld zijn: het feit dat er gedurende een bepaalde tijd geen minimumdividend werd uitgekeerd.<sup>122</sup>

## 2.7. “Corporate governance”- clausules

Tegenwoordig probeert men ervoor te zorgen dat de voornaamste machtskernen (algemene vergadering, de raad van bestuur en het management) binnen de vennootschap zodanig opereren en worden georganiseerd dat de vennootschap niet wordt bestuurd in functie van één welbepaald belang, maar in functie van het belang van alle aandeelhouders en van de gehele vennootschap.<sup>123</sup> Vaak bestaat de raad van bestuur uit bestuurders die de facto de referentieaandeelhouders vertegenwoordigen en die ad nutum afzetbaar zijn (op elk moment in de loop van hun mandaat), zodat zij ook meteen de oriëntatie van het vennootschapsbeleid bepalen. De raad van bestuur is immers het hoogste bestuursorgaan. Daarom probeert men de onafhankelijkheid van de raad van bestuur te realiseren door een scheiding in te voeren tussen eigendom, leiding en controle over de onderneming. In België zijn hieromtrent een drietal “soft law”-initiatieven genomen, namelijk niet-verbindende aanbevelingen. De initiatieven gaan uit van de Beurs van Brussel, de Commissie voor het Bank- en Financiewezen en het Verbond van Belgische Ondernemingen.<sup>124</sup> Op 22 augustus 2002 werd de Corporate Governance wet gepubliceerd in het Belgisch staatblad. Het doel van deze wet is het Wetboek

---

<sup>122</sup> F. CLEEREN., (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax, 2, 26

<sup>123</sup> F. CLEEREN., (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax, 2, 27

<sup>124</sup> F. CLEEREN., (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax, 2, 27

van Vennootschappen aan te passen zodat de rechten van de aandeelhouders beter beschermd worden. Het is een antwoord op bedrijfsschandalen zoals Lernhout & Hauspie in België, Enron en Worldcom in de Verenigde Staten. De wetgever heeft een aantal hervormingen doorgevoerd aangaande het bestuur van ondernemingen, de controle van ondernemingen en de algemene vergadering.

Op 19 december 2003 beslisten de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen, het VBO en Euronext om een Commissie Corporate Governance op te richten met als doel een unieke referentiecode inzake deugdelijk bestuur te ontwikkelen voor Belgische beursgenoteerde vennootschappen. Hierdoor beantwoordt België aan de eis van de Europese Commissie van 21 mei 2003 over de modernisering van het vennootschapsrecht en de versterking van het deugdelijk ondernemingsbestuur in de Europese Unie. Elke lidstaat moet een nationale referentiecode opstellen waarnaar de betrokken beursgenoteerde vennootschappen zich moeten schikken of waarnaar zij moeten verwijzen om uit te leggen op welke punten en om welke redenen hun handelswijze ervan afwijkt. Op 18 juni 2004 maakte de voorzitter Maurice Lippens het ontwerpvoorstel van de Belgische Corporate Governance Code bekend (bijlag 1). In een laatste fase werden gegronde voorstellen in de code verwerkt. De definitieve code werd op 9 december 2004 overhandigt aan premier Verhofstadt. Deze Belgische Corporate Governance Code vervangt de bestaande corporate governance codes voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Voor niet-beursgenoteerde ondernemingen bestaat er de Code Buysse.

De Corporate Governance Commissie, Commissie Lippens genaamd, benadrukte dat de basisdoelstelling van de Code “het bevorderen van duurzame bedrijfsgroei en waardecreatie op lange termijn” is. De Code helpt de ondernemingen in het sturen van belangrijke beslissingen en het beheersen van mogelijke risico's. De flexibiliteit van de Code laat de ondernemingen toe aanpassingen aan te brengen, afgestemd op haar eigen behoeften. De Code zal van toepassing zijn op vennootschappen naar Belgisch recht, waarvan de aandelen verhandeld worden op een gereguleerde markt (beursgenoteerde vennootschappen), en dit voor de boekjaren die beginnen op 1 januari 2005 of later.

De Code bevat negen principes waaraan elke onderneming zich moet houden ongeacht haar specifieke kenmerken. De wijze waarop deze principes dienen toegepast te worden, zijn omschreven in de bepalingen van de Code. Om onduidelijkheden te vermijden is de toepassing van deze bepalingen verder omschreven in richtlijnen. De Corporate Governance

Commissie stelt dat het toezicht op de toepassing van de Code berust bij de raad van bestuur, de aandeelhouders van de onderneming en de CBFA.<sup>125</sup>

Specifiek voor de minderheidsaandeelhouders is de relatie vennootschap/referentie-aandeelhouder een zeer belangrijk onderdeel van het “corporate governance”-debat, aangezien het merendeel van de Belgische vennootschappen een referentie-aandeelhouder heeft. Daarom komt men vaak expliciet in aandeelhoudersovereenkomsten overeen dat elke verrichting tussen vennootschap en dominerende aandeelhouder “at arms length”-basis moet gebeuren.<sup>126</sup>

De Belgische Corporate Governance Code benadrukt dat een onderneming alle aandeelhouders gelijk moet behandelen. Een onderneming moet alle noodzakelijke faciliteiten en informatie voorhanden hebben opdat de aandeelhouders hun rechten kunnen uitoefenen. Tevens stelt de Code dat in ondernemingen met één of meer controlerende aandeelhouders, de raad van bestuur erover moet waken dat de controlerende aandeelhouders geen misbruik maken van hun positie en de rechten van de minderheidsaandeelhouders gerespecteerd worden. Tijdens het onderzoek van de jaarverslagen wordt nagegaan of de ondernemingen speciale aandacht besteden aan de minderheidsaandeelhouders zoals vermeld in de Code.

## 2.8. Het sell-outrecht

Indien op het einde van een openbaar bod op alle effecten van een beursgenoteerde vennootschap, een minderheid van vijf tot tien procent van de effecten overblijft, moet één van de minderheidsaandeelhouders, ongeacht de omvang van zijn aandelenbezit, de meerderheid kunnen verplichten om zijn effecten alsnog over te nemen tegen een billijke prijs. Deze mogelijkheid tot zogenaamde “sell-out” staat ingeschreven in de Dertiende Europese Richtlijn betreffende het openbaar overnamebod.<sup>127</sup> Deze richtlijn werd goedgekeurd op 16 december 2003<sup>128</sup>, en zal uiterlijk op 20 mei 2006 moeten worden

---

<sup>125</sup> S. VAN DE PERRE, (academiejaar 2003-2004), *Eindverhandeling: De relatie tussen corporate governance en financiële resultaten*

<sup>126</sup> F. CLEEREN, (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax, 2, 28

<sup>127</sup> Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbare overnamebod, 30 april 2004, 12-23, hierna vermeld als Dertiende richtlijn.

<sup>128</sup> www.tijdnet.be



geïmplementeerd in ons nationaal recht.<sup>129</sup> De Dertiende Richtlijn verplicht de Lidstaten van de E.U. om in bepaalde omstandigheden een verkooprecht aan te bieden aan de minderheidsaandeelhouders.

De sell-out is in principe het tegenovergestelde van de in het Belgische recht reeds ingevoerde squeeze-out. De squeeze-out laat toe dat een aandeelhouder die, alleen of gezamenlijk met andere aandeelhouders, 95% van de stemrechtverlenende aandelen bezit, de resterende vijf procent overneemt middels een uitkoopbod.<sup>130</sup> Het is bekend en bewezen dat de aandeelhouders in Belgische beursgenoteerde vennootschappen bestaan uit enerzijds één of meer controlerende of meerderheidsaandeelhouders, waar tegenover belangrijke aantallen minderheidsaandeelhouders staan.<sup>131</sup> In de regel gaat het hier niet om geconcentreerde minderheden: geen van de kleinaandeelhouders bezit een wezenlijk aandelenpakket. Voor dergelijk minderheden gelden bijkomende voorschriften: weliswaar bestaan voor hen dezelfde beschermingsinstrumenten als voor de minderheid in het algemeen<sup>132</sup>, maar toch werden specifieke regels ingevoerd. Vaak zijn zij in de ogen van sommigen enkel nog als last voor de vennootschap en voor de uitbouw van hun beleid. Hier wordt hen dan ook een exit of uitstapmogelijkheid geboden, hetzij op verzoek van de vennootschap (squeeze-out), hetzij op verzoek van de belegger (sell-out of verkooprecht).

---

<sup>129</sup> Art. 21 Dertiende Richtlijn

<sup>130</sup> A. MAURA, (2004), *Het sell-outrecht. Weldra een nieuw recht voor de minderheidsaandeelhouders?*, T.R.V. 6, 533-553

<sup>131</sup> C. VAN DER ELST, (2001), *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschap*, Larcier Brussel, 59-60

<sup>132</sup> Zie voor overzicht van rechten en plichten van aandeelhouders: WYCKAERT M., (1995), *Kapitaal in N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout

<sup>132</sup> Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbare overnamebod, 30 april 2004, 12-23, hierna vermeld als Dertiende richtlijn.

<sup>132</sup> [www.tijdnet.be](http://www.tijdnet.be)

<sup>132</sup> Art. 21 Dertiende Richtlijn

<sup>132</sup> A. MAURA, (2004), *Het sell-outrecht. Weldra een nieuw recht voor de minderheidsaandeelhouders?*, T.R.V. 6, 533-553

<sup>132</sup> C. VAN DER ELST, (2001), *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschap*, Larcier Brussel, 59-60

<sup>132</sup> Zie voor overzicht van rechten en plichten van aandeelhouders: WYCKAERT M., (1995), *Kapitaal in N.V. en B.V.B.A.*, Kalmthout Biblo, 385-527

Het sell-outrecht is een vorm van minderheidsbescherming. Ten eerste zal de invoering van het verkooprecht de minderheid preventief beschermen tegen potentieel misbruik door de meerderheidsaandeelhouders. Het risico bestaat dat de meerderheidsaandeelhouder misbruikt maakt van zijn meerderheidspositie, door zich bepaalde voordelen toe te eigenen ten nadele van de minderheidsaandeelhouders.

Als tweede argument kan worden aangehaald dat de participatie van de minderheid aan waarde zou kunnen verliezen. Hun aandeel wordt moeilijker verhandelbaar omwille van de geringe kapitalisatie en de geringe beursomzetten. De illiquiditeitspremie (de premie verbonden met het gebrek aan “verhandelings”-activiteit rond een niet-beurgenoteerde onderneming) zal toenemen, wat nog meer beleggers afstoot en de koers als waarderinggegeven onbetrouwbaar maakt. De minderheidsaandeelhouders die zijn aandelen wenst te verkopen, kan er op die markt bijgevolg geen billijke vergoeding voor krijgen. Een dergelijke evolutie is erg nadelig voor de reputatie van de vennootschap en van de groep waarvan zij deel uitmaakt. Ook voor de beurs is het voortbestaan van vennootschappen met zeer kleine percentages in het publiek verspreide aandelen niet wenselijk: institutionele beleggers kunnen de kosten niet opbrengen om in dergelijke aandelen te beleggen.

Als derde motief voor de invoering van de sell-out wordt vaak de gelijkheid tussen kleine en grote aandeelhouders aangehaald. Meerderheidsaandeelhouders beschikken namelijk over het recht de minderheid uit de vennootschap te stoten, middels het uitstotingsrecht. Het feit dat de minderheid niet over een gelijkaardige maatregel beschikt, zou een discriminatie van de minderheid zijn.

Als bijkomend argument kan worden aangehaald dat via de sell-out conflicten binnen de vennootschap kunnen worden opgelost, hoewel het bestaan van conflicten binnen de vennootschap geen toepassingsvoorwaarde vormt. De geschillenregeling, die in hoofdstuk 3 aan bod komt, is immers enkel toepasselijk in besloten vennootschappen.<sup>133</sup>

---

<sup>133</sup> Art. 635-643 en 334-342 W. Venn. Voor de N.V. en B.V.B.A.

## 2.9. Andere “aandeelhouders –en/of stemovereenkomsten

Dikwijls maken minderheids – en meerderheidsaandeelhouders afspraken over totaal andere zaken zoals: de financiering van de vennootschap, het toelaten van nieuwe aandeelhouders, anti-dilutie bepalingen (clausules waarmee men de aandeelhouder beschermt tegen verwatering van zijn aandeel bij wijzigingen in het maatschappelijk kapitaal), het algemeen beleid van de vennootschap, enz...

### ***Hoofdstuk 3: De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouders***

De bescherming van de minderheid is in het Belgisch recht, bij afwezigheid van een adequaat wettelijk kader, vooral de creatie van de rechtspraak geweest. Aan de hand van een reeks zogenaamde beginselen van ongeschreven recht hebben de hoven en rechtbanken, onder goedkeurend en stimulerend oog van de rechtsleer, de inhoud van formeel regelmatig genomen besluiten getoetst en op die manier aan de minderheidsbescherming een reële inhoud gegeven.

#### 3.1. De door de rechtsleer aanvaarde beginselen van ongeschreven recht

Traditioneel worden deze verschillende beginselen van ongeschreven recht onder de algemene noemer “misbruik van meerderheidspositie” gevangen.

Een eerste beginsel is dat van de verworven rechten van de aandeelhouders. Dit beginsel houdt in dat bepaalde voordelen die door de vennootschapsovereenkomst aan een aantal aandeelhouders persoonlijk worden toegekend, niet meer kunnen worden afgeschaft of gewijzigd. Voor de minderheidsbescherming heeft het principe van de verworven rechten bijgevolg slecht een zeer beperkte draagwijdte. Verder kan men de vraag stellen of het beginsel der verworven rechten niet in belangrijke mate opgaat in het principe van de gelijkheid onder de aandeelhouders.

Een tweede beginsel van ongeschreven recht is namelijk de gelijke behandeling van de aandeelhouders. Dit beginsel houdt in dat de besluiten gelijke gevolgen moeten hebben voor allen die gelijke rechten hebben, zonder dat de enen ten nadele van de anderen bevoordeeld worden. In praktijk kan het beginsel van de gelijkheid bijvoorbeeld van belang zijn n.a.v. een statutenwijziging, met uitzondering van kapitaalverhogingen en –verminderingen. Er kan getwijfeld worden aan het nut van het criterium op vlak van de minderheidsbescherming. Het is immers perfect mogelijk dat de minderheid wordt geschaad zonder dat de gelijkheid tussen aandeelhouders in het gedrang komt.

Het belang van het bedrog als beginsel van ongeschreven recht mag niet overschat worden. Door verschillende auteurs wordt opgemerkt dat het verbod van bedrog slechts de negatieve formulering is van de verplichting om ter goeder trouw te handelen.

Daarnaast bestaat het criterium van de machtsafwending, dat meestal in één adem wordt vermeld met het rechtsmisbruik. Dit begrip is van het administratief recht ontleend en houdt op het vlak van de vennootschapsrecht in dat de meerderheid haar stemkracht ter algemene vergadering aanwendt om het vennootschapsbelang op te offeren aan haar private belangen. Volgens de traditionele rechtsleer dienen twee voorwaarden te worden vervuld om de machtsafwending aan te voeren:

- de minderheid moet aantonen dat zij schade heeft geleden
- bovendien zal een intentioneel element bij de meerderheid moeten worden bewezen

Met dit laatste wordt meestal de schending van het ondernemingsbelang bedoeld.

Het kan ten zeerste betwijfeld worden of de machtsafwending technisch-juridisch verdedigbaar is als criterium van minderheidsbescherming met betrekking tot besluiten van de algemene vergadering. Dit neemt niet weg dat de leer wel haar verdiensten heeft met betrekking tot machtsafwending door de raad van bestuur, hetgeen voor de minderheid in bepaalde omstandigheden eveneens problemen kan geven.

Tot slot wordt het belang van het beginsel van het handelen te goeder trouw onderstreept. Deze verplichting vloeit voort uit de contractuele opvatting van de vennootschap. De besluiten van de organen van de vennootschap worden beschouwd als de tenuitvoerlegging van de oorspronkelijke vennootschapsovereenkomst. Volgens art. 1134 B.W. moet deze tenuitvoerlegging te goeder trouw geschieden. De goede trouw brengt voorts voor een aandeelhouder de plicht mee om bij zijn handelen te letten op de belangen van de overige aandeelhouders. Met name zullen aandeelhouders behorende tot een meerderheidsgroepering oog moeten hebben voor de belangen van de minderheid. De meerderheid mag haar eigen groepbelang niet blind eenzijdig dienen ten koste van de minderheid.<sup>134</sup>

---

<sup>134</sup> J. LIEVENS, (1984), *Bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de vennootschap naar geldend en komend recht*, R.W., 2415-2435

### ***Hoofdstuk 4: De vorderingen van de minderheidsaandeelhouders***

Wanneer een (minderheids)aandeelhouder vindt dat zijn/haar rechten door de meerderheid zijn geschonden dan heeft men verschillende actiemogelijkheden tegen de meerderheid en/of vennootschap. Er zijn veel en uiteenlopende voorzieningen aan de hand waarvan de Vennootschappenwet het gemene recht heeft aangevuld. De meest radicale is vervat in het artikel 190quater, een onderdeel van de hervorming van 13 april 1995: iedere aandeelhouder kan om "gegronde redenen" naar de rechtbank stappen om de gedwongen overname van zijn aandelen te vorderen door de andere aandeelhouders "op wie de gegronde redenen betrekking hebben". Indien de partijen geen overeenkomst bereiken, moet de rechter, eventueel bijgestaan door een deskundige, de verkoopprijs bepalen. Deze actiemogelijkheid werd in 1.5 reeds uitvoerig besproken. Men weet ondertussen dat de rechtbanken in de geest van de moderne rechtspraak er steeds afwijzender tegenover stonden om die maatregel uit te spreken. Want vooral voor derden heeft die maatregel nóg radicaler gevolgen aangezien hij leidt tot de verdwijning van de vennootschap. De belanghebbende aandeelhouders kunnen het conflict nu oplossen zonder de vennootschap in haar bestaan te bedreigen.

De nietigverklaring van het door de minderheid gewraakte besluit is natuurlijk de sanctie bij uitstek voor een ongeoorloofd meerderheidsoptreden. Deze sanctie vormt overigens een toepassing van het beginsel van het herstel in natura (Wanneer herstel in natura wordt bevolen, worden de gevolgen van het misdrijf immers volledig ongedaan gemaakt), dat zowel de contractuele als de quasi-delictuele aansprakelijkheid<sup>135</sup> beheerst. De rechter zal zich beperken tot een marginale toetsing van de besluiten van de organen van vennootschappen. Indien de door de minderheid geleden schade niet integraal wordt vergoed door de nietigverklaring, kan de rechtbank een aanvullende schadevergoeding toekennen. Aangezien een besluit van de algemene vergadering alleen de vennootschap verbindt en geen persoonlijke aansprakelijkheid voor vennoten kan opleveren, zal de schadevergoeding worden uitgesproken ten laste van de vennootschap.<sup>136</sup>

---

<sup>135</sup> Deze aansprakelijkheid geldt als de houder kan bewijzen dat er schuld en schade is en een oorzakelijk verband tussen de schuld en de schade.

<sup>136</sup> J. LIEVENS, (1984), *Bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de vennootschap naar geldend en komend recht*, R.W., 2415-2435

Tot slot kunnen de minderheidsaandeelhouders de hulp van gespecialiseerde kantoren voor minderheidsaandeelhouderrechten zoals Deminor inroepen. Deminor is een advieskantoor dat zich tot doel heeft gesteld minderheidsaandeelhouders van al dan niet beursgenoteerde bedrijven te verdedigen, wanneer hun rechten met de voeten gereden worden.

Onderstaand schema geeft een overzicht van de mogelijkheden om te reageren als minderheidsaandeelhouder.



Nietigheid van besluiten van de A.V. vorderen			
Hoe? Art. 178-180 + 198, laatste lid			
Vorm van de besluiten	Art. 64.1 W. Venn.	Onregelmatigheden naar vorm	Bijkomende voorwaarde= beïnvloeding
		Ontbreken door wet opgesomde bijz. verslagen	Bijkomende voorwaarde= /
	Art. 64.2 W. Venn.	Bedrieglijk opzet	
Inhoud van de besluiten	Art. 64.3 W. Venn.	Bevoegdheids-overschrijding	
	Art. 64.4. W. Venn.	Schending quorum	
Aansprakelijkheidsvorderingen			
De minderheidsvordering	Art. 562-567 W. Venn.	Zeer lage drempels Voorw.= de ingeroepen fout moet een tekortkoming zijn in vervulling mandaat bestuurder	Nadeel= de toegekende schadeloosstelling komt toe aan de vennootschap en kan pas aan de minderheid worden uitgekeerd na meerderheidsbeslissing
De individuele vordering van minderheids-aandeelhouders		Dubbele voorw.: 1) de ingeroepen fout moet een tekortkoming zijn in vervulling mandaat bestuurder 2) de ingeroepen fout moet ook een onrechtmatige daad zijn 3) de schade moet andere zijn dan de vermindering van de waarde van aandelen	
Het kort geding			
	Art. 584 Ger. W.	Dubbele voorw.: 1) vereiste van urgentie 2) vorlopig karakter van de uitspraak	o.a. te ondernemen acties: - opschorting bijeenroeping AV - aanstelling voorlopige bewindvoerder - schorsing stemrecht



Deskundigenonderzoek			
recht voor een gekwalificeerde minderheid van aandeelhouders om een deskundige door de rechtbank aan te stellen	Art. 168 W. Venn.	Voorw.: 1) geen urgentie vereist 2) kwantitatieve drempel 3) er moeten aanwijzingen zijn dat de belangen van de vennootschap op ernstige wijze in gevaar komen	
De ontbinding van de vennootschap			
Einde van de vennootschap door ontbinding	Art. 45 en 645 W. Venn.	Voorw.: 1) besluit algemene vergadering 2) wettige gegronde reden	Gegronde redenen: - misbruik meerderheid - ernstige en blijvende onenigheid - wanprestatie door één van de vennoten
De geschillenregeling			
Voorziet de mogelijkheid voor de rechter om een vennoot/aandeelhouder owv gegronde redenen uit te sluiten of te verplichten	Art. 636 W. Venn. en Art. 642 W. Venn.	Uitsluiting of Uittreding	

Bron: M.A. TORFS, S. MATHEI, (2003-2004), *Vennootschapsrecht en ondernemingsrecht*, Cursus Universiteit Hasselt, 80-82

De opgemaakte inventaris bewijst aan de hand van de toename van het aantal wetgevende initiatieven en de kracht van de rechtspraak dat de wil aanwezig is om de minderheidsaandeelhouders extra te beschermen. Dit is niet enkel zo in de vennootschappen die een publiek beroep doen op het spaarwezen, waar die bescherming om redenen van algemeen belang nog groter is, maar ook op in de besloten vennootschappen. Zoals eerder

vermeld, mag men het basisprincipe, dat de organische werking van de openbare of besloten naamloze vennootschap ondersteunt, niet uit het oog verliezen. De organen werken volgens de meerderheidswet; de beslissingen die zijn goedgekeurd overeenkomstig de wettelijk of statutair vereiste meerderheden moeten bijgevolg als dusdanig al hun effecten sorteren. De rechtbanken mogen slechts uitzonderlijk en op basis van een marginaal toetsingsrecht tegen die meerderheden opkomen, op vraag van de minderheidsaandeelhouders. Dit principe staat garant voor efficiëntie en voldoet bovendien aan de billijkheid.

### **Deel 3: De bescherming van de minderheidsaandeelhouders in België**

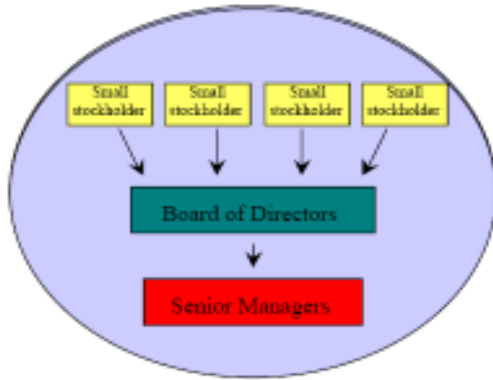
Ongetwijfeld zijn arbeid, kapitaal en creativiteit de voornaamste determinanten voor een bloeiende ondernemingsactiviteit. Toch zijn het niet alleen productiefactoren die het succes van een onderneming bepalen. In vele gevallen zal de structurele organisatie van de onderneming een fundamentele rol spelen in haar verdere ontwikkeling. Een degelijke organisatie wordt bovendien des te belangrijker naarmate de omvang van de onderneming toeneemt. Het is dan ook niet toevallig dat een “behoorlijk bestuur” door velen in de mond wordt genomen als één van de hoekstenen van het ondernemingsgebeuren. Zeker na de financiële debacles van de voorbije jaren is het zoeken naar nieuwe organisatiestructuren die het moeten toelaten kapitaalverschaffers opnieuw vertrouwen in te boezemen zeer actueel geworden. Deze schandalen brengen verliezen met zich mee voor verschillende belangengroepen. Maar dikwijls zijn de aandeelhouders de grootste slachtoffers van frauduleuze praktijken binnen bedrijven. Ze wensen te investeren in een onderneming, maar vertrouwen het ondernemingsbestuur toe aan andere personen. Het management kan vervolgens andere doelen nastreven dan vooropgesteld door de aandeelhouders. Hierdoor komen de belangen van de aandeelhouders in gedrang.

De scheiding tussen eigendom en bestuur, het agencyprobleem genaamd, ligt dan ook aan de basis van de hele corporate governanceproblematiek.

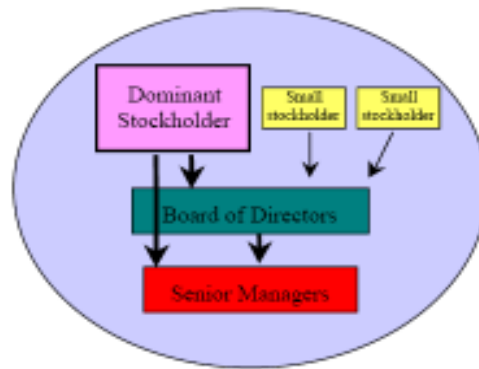
De corporate governance driemanschap; het bestuur, de managers en de aandeelhouders, hebben een horizontale en verticale dimensie. De verticale dimensie bestaat tussen de managers en de aandeelhouders (zie figuur 1). De nadruk ligt op het management, in het bijzonder door ervoor te zorgen dat ze loyaal zijn aan de aandeelhouders en dat ze bekwaam zijn om een bedrijf te leiden. Een horizontale dimensie is er tussen de dominante aandeelhouders en de minderheidsaandeelhouders (zie figuur 2). De horizontale nadruk ligt op het verhinderen van of het minimaliseren van de verschuivingen in waarde van verspreide buitenstaanders naar controlerende interne aandeelhouders.<sup>137</sup>

---

<sup>137</sup> M. J. ROE, (2004), *Institutions of Corporate Governance*, Cambridge Harvard discussion paper, 6



**Figure 1. Vertical governance: Diffuse ownership**



**Figure 2. Horizontal governance: Controlling vs. minority stockholders in the public firm**

Bron: M.J. ROE, (2004), *Institutions of Corporate Governance*, Cambridge Harvard discussion paper, 6

Waar zijn de verscheidene belangenconflicten, schandalen en de met zich meebrengende verliezen aan te wijzen? Is het een gevolg van een managementfaling, fraude, negatieve algemene macro-economische ontwikkelingen of ligt de oorzaak in het vennootschapsrecht, meer bepaald in de bescherming van de aandeelhouders? Komen deze fraudes op grote schaal voor of is het eerder toeval? Deze vragen zullen in dit deel beantwoord worden met enkele concrete cases als voorbeelden. Daarin wordt dan ook meteen duidelijk waarom en waartegen de minderheidsaandeelhouders beschermd moeten worden. Meer eerst wordt de bescherming van de minderheidsaandeelhouders in België en de aandeelhouderconcentratie geëvalueerd en vergeleken met andere landen aan de hand van eerder gevoerd onderzoek.

## ***Hoofdstuk 1: Eerder onderzoek inzake bescherming van aandeelhouders***

In dit hoofdstuk wordt eerder onderzoek inzake de bescherming en rechten van minderheidsaandeelhouders samengevat. Dit topic werd al in verscheidene landen specifiek onderzocht. Men moet wel in het achterhoofd houden dat de rechtspraak en rechtssystemen in verschillende landen kan variëren. Daarom zal er eerst verwezen worden naar La Porta et al. die hieromtrent een onderzoek hebben gevoerd. Vervolgens wordt de paper van Sofie Cools aangehaald, waarin ze bepaalde bevindingen van La Porta et al. in vraag stelt.

### 1.1. Verschil in rechtssystemen

Rafael La Porta , Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheifler en Robert Vishney (hierna LLSV) hebben in hun paper *Law and Finance* aangetoond dat de mate waarin een land de rechten van investeerders en aandeelhouders beschermt en de wijze waarop deze wetten moeten nageleefd worden en gestructureerd zijn, belangrijke determinanten zijn voor de mate waarin investeerders hun macht kunnen uitoefenen ten aanzien van het management.

Uit hun empirisch onderzoek blijkt dat er grote verschillen zijn in de mate waarin een land de investeerders en aandeelhouders beschermt. Landen met weinig maatregelen ten voordele van investeerders zijn meestal landen waar het aandeelhouderschap erg geconcentreerd is bij grote aandeelhouders en waar het gewone publiek eerder weinig participeert in de kapitaalmarkt. LLSV hebben de concentratie van aandelen in elk land gemeten aan de hand van het percentage aandelen dat de drie grootste aandeelhouders van elk van de tien grootste niet-financiële ondernemingen in elk land samen bezitten. De mediaan voor de 49 landen in de gegevensverzameling is 45%. De Verenigde Staten hebben met 20% het laagste percentage.<sup>138</sup>

Vervolgens werden de 49 landen ingedeeld in 4 groepen:

- De Common Law landen;
- Landen met wetgeving volgens het Duitse recht;

---

<sup>138</sup> LAPORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. en R. W. VISHNEY., (1998), "*Law and Finance*", *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155

- Landen met wetgeving volgens het Franse recht;
- Landen met wetgeving volgens het Scandinavische recht.

De Common Law landen beschermen de investeerder en aandeelhouders het best, terwijl de landen met wetgeving volgens het Franse recht de investeerder en aandeelhouders het minst steunen. De wetten worden het strengst afgedwongen in de landen met wetgeving volgens Duits en Scandinavisch recht en het minst in landen volgens het Franse recht.

Volgens Laporta et al. is geconcentreerd aandeelhouderschap een reactie op gebrek aan bescherming van investeerders. Als de aandeelhouders niet voldoende door de wet beschermd worden dan zullen de investeerders enkel in een onderneming stappen als ze een voldoende groot belang kunnen verwerven en dus invloed kunnen uitoefenen. Op deze wijze kunnen ze de agencykosten minimaliseren doordat ze het management zelf kunnen aanstellen en hun beloning bepalen. Door het ontstaan van grote aandeelhoudersblokken worden de minderheidsaandeelhouders dan weer benadeeld.

Een complexe structuur in de vorm van een piramide, interlocking ownership en stemcontracten zijn typische karakteristieken van een Belgische vennootschap. Hierdoor kan een eigenaar controle hebben over een grote groep bedrijven, terwijl hij enkel een fractie van de aandelen bezit. Deze piramidevormige structuur hangt nauw samen met potentiële “agency problems” tussen controlerende en minderheidsaandeelhouders. De controlerende aandeelhouders hebben gewoonlijk een macht over de bedrijven die hun cashflowrechten ver overschrijd. Dit aangaande hebben La Porta et al. geconcludeerd “... *the central agency problem in large corporations around the world is that of restricting expropriation of minority shareholders by controlling shareholders ...*”. Deze scheiding tussen eigendom en controle in groepen met een piramide structuur kan er inderdaad voor zorgen dat de controlerende aandeelhouder enkel zijn eigen belangen zal nastreven binnen die groep. De verdeling van middelen tussen bedrijven ten koste van de minderheidsaandeelhouders wordt ook wel “tunneling” genoemd.<sup>139</sup>

---

<sup>139</sup> A. BUYSSCHAERT, M. DELOOF, M. JEGERS, (2001), *Equity Sale in Belgian Corporate Groups: Expropriation of Minority Shareholders?*, Faculty of Applied Economics UFSIA-RUCA, 3

Tabel 1: vergelijking kenmerken wettelijke systemen

Variables	Legal Origin				World average (49 countries)
	Common law (18 countries)	French civil law (21 countries)	German civil law (6 countries)	Scandinavian civil law (4 countries)	
<i>Panel A : Measures of shareholder protection</i>					
Antidirector rights index	4.00	2.33	2.33	3.00	3.00
Proxy by mail	39 %	5 %	0 %	25 %	18 %
Shares not blocked before meeting	100 %	57 %	17 %	100 %	71 %
Cumulative voting / proportional representation	28 %	29 %	33 %	0 %	27 %
Oppressed minority	94 %	29 %	50 %	0 %	53 %
Preemptive right to new issues	44 %	62 %	33 %	75 %	53 %
% Share of capital to call and ESM $\leq$ 10 %	94 %	52 %	0 %	0 %	78 %
<i>Panel B : Measures of enforcement</i>					
Efficiency of the judicial system	8.15	6.56	8.54	10.00	7.67
Corruption	7.06	5.84	8.03	10.00	6.90
Accounting standards	69.92	51.17	62.67	74.00	60.93

Bron: R. LAPORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. W. VISHNEY., (1998), "Law and Finance". Journal of Political Economy, 106, 1113-1155

Bovenstaande tabel bevat data aangaande de bescherming voor investeerders in 49 landen, gerangschikt volgens oorsprong van hun wettelijk systeem. Deel A toont de aandeelhouderbescherming voor de verschillende wettelijke systemen. "Antidirector rights index": deze index is een waardemeter voor de aandeelhouderbescherming. Het bereik gaat van 0 tot 6. Telkens als een land aan een voorwaarde voldoet wordt deze index verhoogd met één eenheid. De verschillende voorwaarden zijn:

1. mogelijkheid tot stemmen bij post;
2. aandeelhouders moeten hun aandelen niet neerleggen alvorens toegang te krijgen tot algemene vergadering;
3. cumulatief stemmen is mogelijk of proportionele representatie van minderheidsaandeelhouders in de raad van bestuur;
4. er is een mechanisme aanwezig om onderdrukte minderheidsaandeelhouders te beschermen;

5. het minimum aantal aandelen dat een aandeelhouder moet hebben om een buitengewone vergadering der aandeelhouders bij te wonen is kleiner dan of gelijk aan 10% van het totale aantal aandelen;
6. aandeelhoudersrechten kunnen enkel verminderd worden mits toestemming van de aandeelhouder.

Deel B toont de parameters van de wettelijke handhaving in een land. “Efficiency of the judicial system” is een index van 0 tot 10. Het geeft de beoordeling van de investeerders aangaande het wettelijk systeem in een bepaald land. Hoe lager de score, hoe minder efficiënt het wettelijk systeem werkt.

Daarnaast hebben Laporta et al. zes rechten van minderheidsaandeelhouders vergeleken tussen verschillende landen (“anti-director rights”). Deze rechten meten in welke mate het wettelijk systeem de minderheidsaandeelhouders stimuleert en begunstigt ten opzicht van managers en meerderheidsaandeelhouders bij belangrijke beslissingen. Enkele van deze rechten zijn: stemmen via email, blokkering van aandelen, cumulatieve stemming, % aandelen nodig voor een bijzondere algemene vergadering bijeen te roepen enz. Voor elk van deze rechten krijgt elk land een score. Score 1 krijgt men als de minderheids aandeelhouders volgens de betreffende maatregel worden beschermd, en een score 0 betekent het tegendeel. De zes scores worden vervolgens opgeteld waarbij men in de volgende tabel bij de anti-director rights kan zien dat België een score van 0 heeft. Een minderheidsaandeelhouder in België kan dus niet stemmen via email en heeft geblokkeerde aandelen tijdens de algemene vergadering. Een andere conclusie die men uit deze tabel kan trekken is het feit dat relatief weinig landen deze wettelijke regels toepassen. Hier blijkt nogmaals dat de wetgeving volgens het Franse recht de slechtste wettelijke bescherming biedt voor de aandeelhouders.



Tabel 2: Anti-director rights

**Table 2: Shareholder Rights around the World**

This table classifies countries by legal origin and shows the shareholders' rights for each country. Exact definitions of each shareholders' right can be found in Table 1. Panel B gives the test of means for the different legal origins.

COUNTRY	Panel A SHAREHOLDERS' RIGHTS (1=exists in the law)							
	One share - One vote	Proxy by mail allowed	Shares blocked before Meeting	Cumulative Voting for dirs.	Oppressed Minority	% of Share Capital to call an ESM	Antidirector Rights	Mandatory Dividend
Australia	0	1	0	0	1	0.05 <sup>d</sup>	4	0.00
Canada	0	1	0	0	1	0.10	4	0.00
Hong Kong	1	1	0	0	1	0.05	4	0.00
India	0	0	0	0	0	0.10	2	0.00
Ireland	0	0	0	0	1	0.10	3	0.00
Israel	0	0	0	0	1	0.10	3	0.00
Kenya	0	0	0	0	1	0.10	3	0.00
Malaysia	1	0	0	0	1	0.10	3	0.00
New Zealand	0	1	0	0	1	0.10	4	0.00
Nigeria	0	0	0	0	1	0.10	3	0.00
Pakistan	1	0	0	1	1	0.10	4	0.00
Singapore	1	0	0	0	1	0.10	3	0.00
South Africa	0	1	0	0	1	0.05	4	0.00
Sri Lanka	0	0	0	0	0	0.10	2	0.00
Thailand	0	0	0	1	1	0.20 <sup>a</sup>	3	0.00
UK	0	1	0	0	1	0.10	4	0.00
US	0	1	0	1	1	0.01	5	0.00
Zimbabwe	0	0	0	0	1	0.10	3	0.00
<b>Avg. English origin</b>	<b>0.22</b>	<b>0.39</b>	<b>0.00</b>	<b>0.17</b>	<b>0.92</b>	<b>0.09</b>	<b>3.39</b>	<b>0.00</b>
Argentina	0	1	1	1	1	0.05	4	0.00
Belgium	0	0	1	0	0	0.20	0	0.00
Brazil	1	0	0	0	1	0.05	3	0.50
Chile	1	0	0	0	1	0.01	3	0.30
Colombia	0	0	0	0	0	0.25	1	0.00
Ecuador	0	0	0	0	1	0.25	2	0.50
Egypt	0	0	0	0	0	0.10	2	0.00
France	0	1	1	0	0	0.10	2	0.00
Greece	1	0	1	0	0	0.05	1	0.35
Indonesia	0	0	0	0	0	0.10	2	0.00
Italy	0	0	1	0	0	0.20	0	0.00
Jordan	0	0	0	0	0	0.15	1	0.00
Mexico	0	0	1	0	0	0.33	0	0.00
Netherlands	0	0	1	1	0	0.10	2	0.00
Peru	1	0	0	1	0	0.20	2	0.00
Philippines	0	0	0	1	1	0.10	4	0.50
Portugal	0	0	0	0	0	0.05	2	0.50
Spain	0	0	1	0	1	0.05	2	0.00
Turkey	0	0	0	0	0	0.10	2	0.00
Uruguay	1	0	1	0	1	0.20	1	0.20
Venezuela	0	0	0	0	0	0.20	1	0.00
<b>Avg. French origin</b>	<b>0.24</b>	<b>0.09</b>	<b>0.43</b>	<b>0.19</b>	<b>0.33</b>	<b>0.14</b>	<b>1.76</b>	<b>0.14</b>
Austria	0	1	1	0	0	0.05	2	0.00
Germany	0	0	1	0	0	0.05	1	0.00
Japan	1	0	0	0	1	0.03	3	0.00
South Korea	1	0	0	0	0	0.05	2	0.00
Switzerland	0	0	1	0	0	0.10	1	0.00
Taiwan	0	0	1	1	1	0.03	3	0.00
<b>Avg. German origin</b>	<b>0.33</b>	<b>0.17</b>	<b>0.67</b>	<b>0.17</b>	<b>0.33</b>	<b>0.05</b>	<b>2.00</b>	<b>0.00</b>
Denmark	0	0	0	0	1	0.10	3	0.00
Finland	0	0	0	0	0	0.10	2	0.00
Norway	0	1	0	0	0	0.10	3	0.00
Sweden	0	0	0	0	0	0.10 <sup>a</sup>	2	0.00
<b>Avg. Scandinavian origin</b>	<b>0.00</b>	<b>0.25</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.25</b>	<b>0.10</b>	<b>2.50</b>	<b>0.00</b>
<b>Total Average</b>	<b>0.22</b>	<b>0.22</b>	<b>0.27</b>	<b>0.16</b>	<b>0.53</b>	<b>0.11</b>	<b>2.44</b>	<b>0.06</b>
	Panel B Tests of Means (t-statistic)							
Common vs. Civil Law	-0.03	2.16 <sup>b</sup>	-4.65 <sup>a</sup>	0.05	4.48 <sup>a</sup>	-1.14	5.24 <sup>a</sup>	2.82 <sup>a</sup>
England vs. France	-0.11	2.25 <sup>b</sup>	-3.87 <sup>a</sup>	-0.19	4.14 <sup>a</sup>	-1.98 <sup>b</sup>	5.13 <sup>a</sup>	2.99 <sup>a</sup>
England vs. Germany	-0.52	0.98	-3.16 <sup>b</sup>	0.00	3.13 <sup>a</sup>	2.42 <sup>a</sup>	3.66 <sup>a</sup>	0.00
England vs. Scandinavia	2.20 <sup>b</sup>	0.50	0.00	1.84 <sup>a</sup>	3.25 <sup>a</sup>	-0.87	2.14 <sup>b</sup>	0.00
France vs. Germany	-0.45	-0.47	-1.01	0.13	0.00	2.34 <sup>b</sup>	-0.47	2.99 <sup>a</sup>
France vs. Scandinavia	2.50 <sup>b</sup>	-0.85	3.51 <sup>a</sup>	2.17 <sup>b</sup>	0.31	1.90 <sup>a</sup>	-1.25	2.99 <sup>a</sup>
Germany vs. Scandinavia	1.58	-0.29	3.16 <sup>b</sup>	1.00	0.25	-4.62 <sup>a</sup>	-0.98	0.00

a=Significant at 1% level; b= Significant at 5% level; c=Significant at 10% level; d=as a percentage of votes; e= as a percentage of the number of shares

Bron: R. LAPORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. W. VISHNEY., (1996), "Law and Finance", NBER Working Paper, 51

In 2004 heeft Sofie Cools in haar paper “The real difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distributions of Powers.” enkele van deze bevindingen weerlegd. Zij betoogt dat enkele fundamentele verschillen in de verschillende rechtspraken over het hoofd zijn gezien door LLSV. Zij heeft de index van de paper Law and Finance in vraag gesteld en heeft vervolgens de zes “anti-director rights” opnieuw onderzocht voor België en Frankrijk.

België heeft een score gekregen door La Porta et al. van 0, de slechtste prestaties van de index. Ondanks deze score bevat het Belgisch recht wel degelijk een aantal van deze “anti-director rights”, maar worden ze niet specifiek vermeld in de wetgeving of hebben ze een andere naam. Op basis van dergelijke observaties kan de juistheid van de index in vraag gesteld worden. Indien de index gehercodeerd wordt voor België, krijgen we een heel ander beeld. Bijvoorbeeld in het geval van gecumuleerde stemming krijgt België, na herziening een score 0 toegekend. Hoewel de Belgische wetgeving niet expliciet vermeld dat cumulatief stemmen is toegestaan, kunnen de statuten toch voorzien in de mogelijkheid ervan. Als men dan uiteindelijk alle nieuwe scores optelt, zou België een score van 4 moeten krijgen in plaats van 0 op een schaal variërend van 0 tot 6. De nieuwe bevindingen geven ook weer dat het verschil tussen het “common law” en “civil law” met betrekking tot de bescherming van de aandeelhouders niet zo simplistisch is als beweerd wordt in Law and Finance. Voor België werd de kwaliteit van de bescherming serieus onderschat. Dit is een spijtige constatering, aangezien verschillende studies zich op de bevindingen van Law and Finance baseren.

Tabel 3: Anti-director rights revised scores

	Proxy via mail	Aandelen niet geblokkeerd	Gecumul. stemming	Oppressed min mechanisme	Preferente aandelen	% bijz. alg. vergadering	totaal
LLSV	0	0	0	0	0	0	<b>0</b>
revised	1	0	1	1	1	0	<b>4</b>

Bron: S. COOLS , (2004), *The real difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distributions of Powers*,78

## 1.2. Aandeelhouderconcentratie en blokvorming

In de meeste landen hebben de grootste bedrijven eerder een geconcentreerd dan een verspreid eigendom. Zoals La Porta et al. bemerkten ‘dispersed ownership in large public companies is simply a myth and the finance textbook model of management faced by multitudes of dispersed shareholders is an exception and not the rule’.<sup>140</sup> In hun studie van 27 landen vonden ze dat de grote, beursgenoteerde bedrijven inderdaad één enkele controlerende aandeelhouders hebben in plaats van verspreid aandeelhouderschap. Zulke controlerende aandeelhouders bevinden zich in een positie waardoor ze een grote invloed kunnen uitvoeren op het management. Door deze controle kunnen ze ook persoonlijke voordelen verwerven en dit vaak ten koste van de minderheidsaandeelhouders. Indien de controlerende aandeelhouder ook nog een manager is van de vennootschap, dan kan de minderheidsaandeelhouder uitgebuit worden doordat er een hoger salaris wordt toegekend aan de controlerende aandeelhouder (manager). Een alternatief bestaat er ook in dat de controlerende aandeelhouder zakenrelaties heeft met een bedrijf waarvan hij wel volledig eigenaar is teneinde minderheidsaandeelhouders te gebruiken. Een voorbeeld hiervan is ‘transfer pricing’. Op deze manier kunnen winsten doorgeschoven worden van de vennootschap met minderheidsaandeelhouders naar het bedrijf dat volledig in handen is van de controlerende aandeelhouder. Voor bedrijven met controlerende aandeelhouders is het grote conflict datgene tussen de controlerende aandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders, en niet dat van de verschillende aandeelhouders en het management.

Dé vraag die zich hierbij aandient, is of een rechtstreekse beïnvloeding door de meerderheidsaandeelhouders, dikwijls via de algemene vergadering, het vennootschapsbelang ten goede komt. Deze vraag is vooral belangrijk in publieke vennootschappen nu onderzoek uitwijst dat de controle in vennootschappen in Europa in het algemeen en in België in het bijzonder veelal in handen is van één of een beperkt aantal aandeelhouders.

---

<sup>140</sup> R. LAPORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. W. VISHNEY., (1998), “*Law and Finance*”. *Journal of Political Economy*, 1124

Weliswaar neemt een en ander niet weg dat, ongeacht de concrete aandeelhoudersstructuur, de bestuurders gehouden zijn hun mandaat in het belang van de hele vennootschap uit te oefenen, doch hoeft het geen betoog dat zulks met de adem van de meerderheidsaandeelhouders in de nek een bijzonder delicate evenwichtsoefening is. Dat is reeds het geval wanneer men het vennootschapsbelang definieert als het belang van alle vennoten, laat staan wanneer men ook de belangen van de werknemers, schuldeisers of zelfs de lokale, regionale of nationale economie door dit begrip gedekt acht. Het is precies de erkenning van deze, in de huidige context<sup>141</sup> nagenoeg onvermijdelijke spanningen die in recente corporate governance-literatuur heeft geleid tot een aantal hervormingsvoorstellen, met een overigens zeer verschillende draagwijdte.<sup>142</sup>

Er wordt tegenwoordig inderdaad veel aandacht besteed in de literatuur aan het belangenconflict tussen de controlerende en minderheidsaandeelhouders, meer bepaald in de corporate governance.<sup>143</sup> Het verschil tussen de controlerende rechten en de cash-flow rechten van de meerderheidsaandeelhouder staat centraal in de analyse van het belangenconflict. Vanuit het oogpunt van de minderheidsaandeelhouder heeft de aanwezigheid van een controlerende aandeelhouder zowel voordelen als kosten. Een controlerende aandeelhouder zal voornamelijk de voordelen van het controleren van het management internaliseren, waardoor de mate waarin een manager in zijn persoonlijk belang handelt, wordt beperkt. Nochtans hoe groter de controlerende rechten zijn van de controlerende aandeelhouder, hoe groter de mogelijkheid om het bestuur en beleid van een vennootschap te beïnvloeden. Bijgevolg is de mogelijkheid ook groter om private voordelen te bekomen ten koste van de minderheidsaandeelhouders. Maar hoe groter de cash-flow rechten zijn van een controlerende aandeelhouder, het deel van de winst waarvoor hij gerechtigd is, hoe meer zijn “prikkel”, stimulans (incentive) samenloopt met die van de minderheidsaandeelhouders, hoe minder kosten hij zal maken die de opbrengst zal doen dalen voor de minderheidsaandeelhouders.<sup>144</sup>

---

<sup>141</sup> K GEENS, (1999), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Kalmhout, 748-750

<sup>142</sup> F. HELLEMANS, (2001), *De algemene vergadering*, Kalmhout, Biblo, 224-225

<sup>143</sup> Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000, 2002; Faccio et al., 2001; Faccio and Lang, 2002.

<sup>144</sup> M.C. JENSEN en W.H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 310

Dus de omvang van het belangenconflict wordt geacht af te hangen van de mate waarin de controle rechten de cash-flow rechten omvatten.<sup>145</sup>

Een ander onderzoek van Christoph Van der Elst<sup>146</sup> behandelt een aantal determinanten van de aandeelhoudersconcentratie. Tot op heden bestaat hieromtrent geen Europees onderzoek. Deze studie richt zich op een aantal juridische en economische determinanten die de concentratie van aandeelhouderschap kunnen beïnvloeden. De hypothesen die werden gemaakt bij aanvang van het onderzoek zijn de volgende:

De aandeelhoudersconcentratie neemt toe ingeval:

- de vennootschap holdingactiviteiten ontplooit
- de aandeelhouderskring familiale aandeelhouders telt
- de aandeelhouderskring holdings telt
- de vennootschap aandelen zonder stemrecht uitgeeft
- de vennootschap zeer gespecialiseerde producten of diensten aanbiedt of in zeer snel wijzigende omgeving actief is.

De aandeelhoudersconcentratie neemt af ingeval:

- de vennootschap groter is
- reglementeringen de beleids-en bestuursvrijheid van de vennootschap limiteren
- er statutaire stembepkeringen zijn.

In verband met bovenstaande onafhankelijke variabelen werd vastgesteld dat er een aanzienlijk verschil bestaat tussen de verschillende landen: het relatief aantal vennootschappen dat in bepaalde sectoren actief is, is verschillend. Het type aandeelhouder verschilt en de mogelijkheid tot emissie en het gebruik van aandelen zonder stemrecht en de inlassing van statutaire stemrechtbepkeringen divergeert.

Het aantal door één aandeelhouder gecontroleerde vennootschappen nam aanzienlijk toe tijdens de periode 1977 tot 1997 van 21% tot bijna 45% van het totaal aantal beursgenoteerde

---

<sup>145</sup> S. S. J. EDWARDS en A. J. WIECHENRIEDER, (2004), *Ownership concentration and Share Valuation*, 5 Germain Economic Review, 143- 171

<sup>146</sup> C. VAN DER ELST, (2001), *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen: economische-juridische analyse in België en Europa*, Gent Larcier

vennootschappen. Sindsdien daalde het aantal tot onder 40% van het totaal aantal. Deze recente evolutie vindt onder meer een verklaring in de invoering van een regelmatig gebruikte ‘squeeze-out’-procedure die het mogelijk maakt kleine aandeelhouders uit de vennootschap te drijven.

In België nam de concentratie de laatste vijftien jaar aanzienlijk toe. In de meerderheid van de gevallen controleert de grootste aandeelhouder meer dan 40% van de stemrechten. Vooral het aantal vennootschappen met één aandeelhouder die meer dan 50% of 75% van de stemrechten houdt, nam omvangrijk toe. In alle continentaal Europese landen houden de drie grootste aandeelhouders in meer dan 50% van de beursgenoteerde vennootschappen een zeggenschapsbelang van meer dan 50%. Hieruit volgt dat aandeelhoudersovereenkomsten gesloten tussen een beperkt aantal partijen de controle over de vennootschap opleveren. Volgens een onderzoek van Becht<sup>147</sup> blijkt dat blokvorming in Europa veel meer voorkomt dan in de U.S.A.. Table 1 toont de gemiddelde grootte van de grootste “voting blocks” van bedrijven in verschillende landen.

---

<sup>147</sup> M. BECHT, A. ROELL, (1999), *Blockholdings in Europe: An international comparison*, European Economic Review 43, 1049-1056

Tabel 4: voting blocks in verschillende landen

Table 1  
Median size (%) of largest ultimate outside voting block for listed industrial companies

Country	Number of companies	Median largest voting block
Austria	50	52.0
Belgium	121	50.6
– BEL20	20	45.1
Germany	374	52.1
– DAX30	30	11.0
Spain	193	34.2
France – CAC40	40	20.0
Italy	216	54.53
The Netherlands	137	43.5
United Kingdom <sup>a</sup>	250	9.9
United States – NYSE	1309	0 <sup>b</sup>
– NASDAQ	2831	0 <sup>b</sup>

Sources: Austria: Gugler et al. (1999); Belgium: Becht et al. (1999); France: Bloch and Kremp (1999); Germany: Becht and Böhmer (1999); Italy: Bianchi et al. (1999); Spain: Crespi-Cladera and Garcia-Cestona (1999); The Netherlands: De Jong et al. (1999); UK: Goergen and Renneboog (1999); USA: Becht (1999a).

<sup>a</sup> Random sample of 250 companies.

<sup>b</sup> More precisely, below the 5% disclosure threshold.

Bron: M. BECHT, A. ROELL, (1999), *Blockholdings in Europe: An international comparison*, European Economic Review 43, 1052

Ook Holderness (2002) heeft veel aandacht besteed aan het aandelenbezit van insiders en aandeelhoudersblokken in Amerikaanse ondernemingen. Hij definieert insiders als werknemers of bestuurders van de onderneming. Entiteiten die meer dan 5% van de aandelen van een onderneming bezitten, omschrijft hij als een aandeelhoudersblok. Volgens Holderness is het gemiddelde percentage aandelen van genoteerde ondernemingen aangehouden door insiders ongeveer 20%. Dit percentage is zeer verschillend naargelang de onderneming. Zo zijn er ondernemingen waar de werknemers en bestuurders bijna geen aandelen bezitten in tegenstelling tot bedrijven waar de insiders een meerderheid van de aandelen bezitten. 56% van de Amerikaanse ondernemingen hebben externe aandeelhouders die meer dan 5% van de aandelen bezitten.<sup>148</sup>

<sup>148</sup> C. HOLDERNESS, (2002), *"A Survey of Blockholders and Corporate Control"*, Economic Policy Review, 51-64

Tevens bekijkt Holderness (2002) de invloed van aandeelhouderschap van insiders en aandeelhoudersblokken op de besluitvorming en de ondernemingswaarde. Enerzijds kan het aandelenbezit door insiders het agencyprobleem verkleinen en de belangen van het management en de externe aandeelhouders samenvoegen zodat de ondernemingswaarde verhoogt. Anderzijds kan het management door het bezit van aandelen meer zeggenschap over de onderneming verwerven en zo zichzelf verrijken op kosten van de andere aandeelhouders. Ook de aanwezigheid van aandeelhoudersblokken kan zowel positief als negatief voor de andere aandeelhouders zijn. Afhankelijk van het aandelenpercentage dat men bezit, zal het management trouw handelen naar de belangen van de aandeelhouders. Wanneer het management minder dan 5% en meer dan 25% aandelen bezit, zal het management de belangen sneller nastreven dan wanneer ze tussen de 5% en 25% bezitten.<sup>149</sup> Zoals reeds eerder werd aangehaald kunnen aandeelhoudersblokken, wanneer ze veel controle over een onderneming hebben, veel handelingen verrichten die in het belang van alle aandeelhouders zijn. Zo vermelden Becht, Bolton en Roell (2003) de voordelen van de aanwezigheid van grote aandeelhouders.<sup>150</sup> Vermits ze een groot belang in de onderneming bezitten zullen ze de beslissingen van het management van nabij volgen. Doordat ze veel zeggenschap over de onderneming hebben, zijn ze in staat om onbekwaam management vlug te vervangen. Daarentegen kunnen ze tevens zo machtig zijn dat ze bepaalde maatregelen zullen afdwingen die enkel voor zichzelf een voordeel zijn en de ondernemingswaarde voor de andere aandeelhouders verminderen.

De meest voorkomende wijze waarop de meerderheidsaandeelhouders de rechten van de minderheidsaandeelhouder schenden is via ‘tunneling’<sup>151</sup>. De meerderheidsaandeelhouders controleren het bestuur van de onderneming en ook alle dochterondernemingen waarover deze onderneming een controle heeft. De meerderheidsaandeelhouders kunnen de waarde van dochterondernemingen naar de moederonderneming overbrengen en omgekeerd via verscheidene manieren (cf. problematiek van transfer pricing). Hierdoor verwerven de controlerende aandeelhouders meer rechten dan hun oorspronkelijke cash-flow rechten.

---

<sup>149</sup> R. MORCK, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, (1988), *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, Journal of Finance 20, 295

<sup>150</sup> M. BECHT, P BOLTON en A. ROELL, (2003), *Corporate Governance and Control*, Handbook of Economics of Finance ,Amsterdam: Elsevier

<sup>151</sup> R. LAPORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES en A. SHLEIFER, (1999), “*Corporate Ownership Around the World.*”, Journal of Finance 54, 471-517.



Holderness (2002) stelt verder dat er geen significant verband is tussen de ondernemingsprestaties en de aanwezigheid van insiders of aandeelhoudersblokken. Wel kan de vorming van een nieuw aandeelhoudersblok of de verkoop van de aandelen door een aandeelhoudersblok gepaard gaan met een abnormale verhoging van de aandelenprijs. Daarnaast toont de meerprijs die investeerders wensen te betalen voor het verwerven van een bepaald belang in een onderneming aan dat aandeelhoudersblokken meer voordelen halen uit de onderneming dan de gewone minderheidsaandeelhouder.<sup>152</sup>

Zoals in deel 1 werd besproken kunnen de controlerende aandeelhouders ook het management aanduiden. Burkhart, Panunzi en Shleifer (2002) tonen aan dat de mate waarin de wetgeving de minderheidsaandeelhouders beschermt een belangrijke invloed heeft op de personen die ondernemingen leiden.<sup>153</sup> Ondernemingen in landen die veel aandacht schenken aan minderheidsaandeelhouders in hun wetgeving, worden meer geleid door professionele managers. In landen die weinig inspanningen leveren voor de bescherming van de minderheidsaandeelhouder, hebben de familiale aandeelhouders de bovenhand, ook in het management dat ze aanstellen. Een onderneming die geleid wordt door managers die een (familiale) band hebben met de grote aandeelhouders, is op zich niet negatief voor de minderheidsaandeelhouders wanneer deze personen de beste zijn om de onderneming te leiden.

---

<sup>152</sup> S. VAN DE PERRE, (2003-2004), Eindverhandeling: De relatie tussen corporate governance en financiële resultaten, 50

<sup>153</sup> M. BURKHART, F. PANUNZI en A. SHLEIFER, (2002), "*Family Firms.*", NBER Working Paper No. 8776, 1-47

<http://www.nber.org/papers/w8776>

## ***Hoofdstuk 2: Aanpassingen aan de rechten van aandeelhouders in België***

In dit hoofdstuk zal gekeken worden naar enkele recente aanpassingen en voorstellen in verband met de rechten van de minderheidsaandeelhouders of vennootschappen in België. Men moet hierbij rekening houden dat de Europese Unie een belangrijke speler is in deze hele materie, vooral dan in de rechtspraak. Dit vloeit voort uit de hiërarchie van de rechtsnormen, waarbij het principe geldt dat lagere rechtsnormen nooit in strijd mogen zijn met hogere rechtsnormen. België is namelijk lid van verscheidene internationale en supranationale organisaties, waarvan de regelgeving eveneens toepasselijk is op de Belgische overheid en burgers.<sup>154</sup> Aanpassingen en verbeteringen op Europees niveau kunnen geleidelijk voor een internationale convergentie zorgen.

Zo vermeldt bijvoorbeeld Deminor's nieuwsbrief van maart 2006 dat de Europese Commissie klaar is met het verzamelen van informatie van het marktoverleg en heeft het zijn definitief voorstel voor een Richtlijn voor het verbeteren van aandeelhoudersrechten uitgegeven. De brede doelstellingen van de Commissie moeten ervoor zorgen dat het voor aandeelhouders gemakkelijker wordt om deel te nemen in algemene vergaderingen in de EU. Daarnaast laten de doelstellingen de aandeelhouders toe om in het algemeen op een meer geïnformeerde manier te kunnen stemmen. Het voorstel van de Commissie streeft daarom een aantal specifiekere doelstellingen na, die het volgende omvatten:

- dat alle aandeelhouders een beredeneerd besluit kunnen nemen en hun stemmen op tijd voor de algemene vergadering kunnen uitbrengen;
- De afschaffing van alle vormen van aandelenblokkering en hun vervanging door een systeem van 'record date' om te bepalen of aandeelhouders gekwalificeerd zijn om te stemmen;
- Het verwijderen van alle wettelijke hindernissen voor elektronische participatie in vergaderingen:

---

<sup>154</sup> [http://europa.eu.int/comm/justice\\_home/ejn/legal\\_order/legal\\_order\\_bel\\_nl.htm](http://europa.eu.int/comm/justice_home/ejn/legal_order/legal_order_bel_nl.htm)

- Het ter beschikking stellen van eenvoudige middelen aan de in het buitenland verblijvende aandeelhouders zodat zij kunnen stemmen, met inbegrip van stemming door volmacht, in absentia en door instructies te geven.

Om deze doelen te bereiken, heeft de Commissie gedetailleerde maatregelen naar voren gebracht:

- De minimuminhoud van het bericht dat niet minder dan 30 kalender dagen vóór vergadering moet worden gestuurd;
- De aandeelhouders moeten punten aan de agenda van de algemene vergadering en aan lijstresoluties kunnen toevoegen; en als dit recht aan een minimaalvereiste onderworpen is, dan mag deze drempel de 5% van het aandeelkapitaal van een uitgever of de nominale waarde van EUR10 miljoen niet overschrijden;
- De aandeelhouders zouden het recht moeten hebben om mondeling vragen te stellen op vergaderingen, en/of in geschreven of elektronische vorm voor de vergadering;
- Er zouden geen beperkingen mogen zijn met betrekking tot de persoon die een volmacht kan worden verleend;
- De houders van de volmacht zouden van dezelfde rechten moeten genieten zoals aandeelhouders in verband met het spreken en vragen te stellen op algemene vergaderingen;
- De benoeming van de houder van de volmacht en de kwestie van de stemminginstructies zou niet aan om het even welke formele vereisten moeten onderworpen zijn;
- De tussenpersonen die aandelen voor de rekening van een andere persoon houden, zouden over instructies moeten mogen stemmen, zonder enig vereiste om aandelen van verzamelrekeningen aan individuele rekeningen tijdelijk over te zetten;
- De uitgevers zouden post-algemene vergadering informatie, met inbegrip van het resultaat van stemmen, binnen een maximum van 15 kalenderdagen na de vergadering moeten verspreiden.

De Commissie heeft omvangrijk beraadslaagd over zijn aanbevelingen, in december 2004 en in juli 2005. Dientengevolge verwacht Deminor niet dat er veel tegenspraak zal zijn. Het voorstel moet nu door het Europees Parlement en de Raad van Ministers worden goedgekeurd. De Richtlijn betreffende aandeelhoudersrechten zal een deel van het Actieplan

van de EU uitmaken, namelijk het 'EU's Action Plan on Modernization of Company Law and Enhancement of Corporate Governance'.<sup>155</sup>

Verder blijkt dat ook de stem van de minderheid steeds belangrijker wordt. De minderheidsaandeelhouders kregen vaak het verwijt dat ze geen belangstelling hadden voor het beheer van de bedrijven waarvan ze aandelen hebben. Dat begint nu te veranderen. Het 'aandeelhoudersactivisme' is een relatief recent fenomeen dat de jongste jaren aan belang heeft gewonnen door het gebrek aan visie van de beslissingsorganen van de bedrijven, het gebrek aan transparantie, de boekhoudschandalen en de verouderde of inefficiënte juridische structuren.

De bedoeling van die actieve aandeelhouders of 'activisten' is duidelijk: ze willen waarde creëren voor de aandeelhouder op korte of lange termijn. De omvang van de participatie die in de geviseerde groep wordt aangehouden kan symbolisch zijn (bijvoorbeeld het Amerikaanse investeringfonds Knight Vinke in Electrabel en Suez) of tientallen procenten bedragen (bijvoorbeeld VNU). Hoe langer hoe meer bestaat de 'oppositiebeweging' uit een verbond van verschillende individuele of institutionele aandeelhouders.<sup>156</sup>

Tenslotte is de invoering van de Europese Naamloze Vennootschap (SE) zonder twijfel de belangrijkste vennootschapsrechtelijke ontwikkeling in de EU-Lid-staten. Ze laat de vennootschapsgroepen die actief zijn in minstens twee Europese Lid-staten toe hun pan-Europese juridische structuur vanaf 8 oktober 2004 in lijn te hebben met hun operationele werking. De SE zal hen aldus toelaten internationaal te fuseren, administratiekosten te verlagen, hun management en rapporteringsstructuur te vereenvoudigen, groepsinterne belangenconflicten te vermijden en tegen lagere kostprijs financiering te bekomen. Deze voordelen kunnen een grote financiële besparing opleveren in pan-Europese groepen, maar kunnen ook gerealiseerd worden door geografische onderdelen daarvan of kleinere groepen. De SE is aldus een perfect instrument om een Benelux of Belux vennootschapsgroep te structureren. Dat dergelijke besparingen nu kunnen gerealiseerd worden op een fiscaal neutrale wijze en zonder dat de onderneming verplicht wordt zich expliciet tot één of andere Europese nationaliteit te bekennen, maakt de SE aantrekkelijk. Doordat de Lid-Staat van het

---

<sup>155</sup> <http://www.deminor.be/> newsletter march 2006

<sup>156</sup> B. DU BUS, (2006), *De stem van de minderheid*, Trends newsflash 28 maart  
[www.trends.be](http://www.trends.be)

hoofdbestuur en de Lid-Staat van de statutaire zetel verplicht samenvallen en dit laatste bepalend is voor het op de betrokken SE toepasselijke vennootschapsrecht, stelsel van werknemersvertegenwoordiging, boekhoudreglementering en fiscale behandeling, zullen de fiscale aspecten echter niet alleen bepalend zijn bij de lokalisatiekeuze van een SE.<sup>157</sup>

---

157 M. OLISLAEGERS en B PEETERS, (2003), *De Europese Naamloze Vennootschap (SE): Een nieuwe vennootschapsvorm met een Europees en nationaal karakter*, T.F.R. 236

### ***Hoofdstuk 3: Deminor en enkele voorbeeldcases***

Deminor werd eerder in deel 2 al aangehaald onder de conventionele bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Deminor is een advocatenkantoor dat de belangen van minderheidsaandeelhouders en investeerders behartigt en dus fungeert als katalysator in het hele proces. De case Picanol is een voorbeeld van het optreden van Deminor omdat de minderheidsaandeelhouders vonden dat hun belangen geschaad werden. Hiervoor deden aandeelhouders en investeerders een beroep op Deminor. Deze case toont aan waarom en waartegen minderheidsaandeelhouders beschermd moeten worden. Pogingen om salarissen van bestuursleden aan bedrijfsprestaties te koppelen zijn geen uitzondering maar liggen gevoelig. Met de recente wanpraktijken die bewezen dat men zelfs met slechte prestaties veel bonussen kan opstrijken, zijn aandeelhouders kritischer geworden.<sup>158</sup> Hoe Deminor te werk gaat in een dergelijke tussenkomst, wordt in een tweede case uitvoerig besproken, met name in de case van de Nationale Bank van België. In de bijlage 3<sup>159</sup> vind men tenslotte nog een voorbeeld van Deminor Ratings voor Suez SA. Deze graad, die toegewezen wordt door Deminor, duidt de algemene prestaties aan betreffende de structuur en functionering van de huidige corporate governance in een bedrijf.

#### 3.1. De case Picanol

De Picanol Group speelt al meer dan een halve eeuw wereldwijd een pioniersrol in de ontwikkeling en productie van weefmachines. De laatste jaren heeft de Picanol Group zijn activiteiten fors uitgebreid met de productie en verkoop van onderdelen en accessoires voor de textielindustrie en andere sectoren. De hoofdzetel is gevestigd te Ieper maar de groep heeft ook belangrijke productievestigingen in Europa, Azië en de VS. De groep is wereldwijd vertegenwoordigd en stelt rond de 2300 mensen tewerk. In 2004 realiseerde de Picanol Group een geconsolideerde omzet van 384,09 miljoen euro. De groep is sinds 1966 op Euronext Brussel genoteerd en is opgenomen in de NextPrime Index.<sup>160</sup> Op 4 november 2004 kreeg Price Waterhouse Coopers (PWC) de opdracht om de verloning van alle toplui van Picanol

---

<sup>158</sup> <http://www.trends.be/newsflash>

<sup>159</sup> In de bijlage werden enkel de pagina's weergegeven m.b.t. de aandeelhouders.

<sup>160</sup> <http://www.bedrijven.monster.be/picgroupbe>

tussen 2001 en midden 2004 na te gaan. Dit gebeurde naar aanleiding van het ontslag op 10 oktober 2004 van gedelegeerd bestuurder Jan Coene. Hierbij kwamen enkele twijfelachtige vergoedingsprocedures aan het licht.<sup>161</sup> Jan Coene had namelijk een verloningspakket onderhandeld dat hem op drie jaar tijd 22 miljoen euro bruto had opgeleverd als de minderheidsaandeelhouders van Picanol, bijgestaan door Deminor, niet in opstand waren gekomen. PWC bracht ook een facturenfraude van bijna 750.000 euro aan het licht. Jan Coene had via twee van zijn vennootschappen valse facturen aan Picanol aangerekend voor adviezen die nooit werden geleverd. Net voor Coene's vertrek bij Picanol werden 21 arbeiders ontslagen wegens "geldgebrek". Picanol tekende op dat moment een verlies op van 2,3 miljoen euro. Picanol zei dat dit te wijten was aan de dure euro, de sterke stijging van de grondstofprijzen en de kleinere vraag naar weefmachines. Uit het rapport blijkt dat Picanol een onduidelijk kostenbeleid had waardoor bepaalde kosten gemaakt door de familiale bestuurders niet te verantwoorden zijn. Het gaat hier dus in feite om misbruik van vennootschapsgoederen. Patrick Steverlynck kreeg als uitvoerend voorzitter een vergoeding van 620.000 euro bruto per jaar. Over de onderzochte periode van drie jaar maakte hij voor 410.000 euro kosten. Michel Steverlynck kreeg als uitvoerend voorzitter van Picanol-dochter Proferro jaarlijks een vergoeding van 322.000 euro en inde 37.000 euro onkosten. Yves Steverlynck kreeg als manager general affairs een vergoeding van 174.000 euro per jaar en maakt voor 110.000 euro kosten. De meerderheidsaandeelhouder Emmanuel Steverlynck wentelde eveneens meerder (privé-)kosten af op de bedrijfskas. Het gaat hier onder andere over jachtpartijen georganiseerd voor klanten, kosten van een kasteel, het onderhoud van een zwembad en de betaling van tuinpersoneel met geld van Picanol. Voor elke bijgewoonde vergadering van de raad van bestuur kregen ze bovendien allemaal een vaste vergoeding van 3.099 euro en een variabele vergoeding afhankelijk van de resultaten van Picanol NV.

Het forensisch auditrapport, dat ruim een half miljoen euro heeft gekost, heeft drie voordelen opgeleverd volgens Picanol-voorzitter Luc Van Nevel: er zijn heel wat aanbevelingen tot verbetering, de "defamilisatie" is een feit, en alles is nu geweten.

De weefgetouwenfabrikant heeft een nieuwe raad van bestuur samengesteld. Van de vroegere bestuurders blijft alleen Luc Van Nevel op zijn plaats. Een meerderheid van de aandeelhouders heeft de voormalige bestuurder vrijgesteld van verdere aansprakelijkheid voor mogelijke onregelmatigheden. De nieuwe gedelegeerde bestuurder van Picanol is Chris Dewulf. Hij zal jaarlijks een vergoeding krijgen van 450.000 euro bruto. Als het bedrijf goed

---

<sup>161</sup> <http://www.standaard.be/archief>

presteert, komt daar een bonus bij van 50%. De leden van de familie Steverlynck hadden zich teruggetrokken als kandidaat voor de nieuwe raad van bestuur, maar blijven als hoofdaandeelhouder wel actief betrokken bij het bedrijf. Jan Coene en de familiale (ex-)bestuurders Patrick, Michel, Yves en Emmanuel Steverlynck moeten nu twee miljoen euro aan het bedrijf terugbetalen. Dit bedrag stemt overeen met alle onkosten die de bestuurders de voorbije vijf jaar volgens het onderzoek op het bedrijf hebben afgewenteld.

Het belang van de minderheidsaandeelhouders kwam in deze case bovendien in het gedrang doordat de Raad van Bestuur steeds een winstdelingsregeling afwees, terwijl ze instemde met de superbonussen voor Coene.

Normaal gezien heeft het remuneratiecomité perfect informatie over de vergoedingen. In het geval Picanol heeft men dit comité omzeild doordat afspraken werden gemaakt tussen één lid van de Raad van Bestuur (hier Patrick Steverlynck) en de CEO (hier Jan Coene).

### 3.2. De case Nationale Bank van België

Om een beter inzicht te verwerven hoe Deminor bij een tussenkomst precies te werk gaat, wordt deze case besproken. Een groep aandeelhouders van de Nationale Bank van België (NBB) heeft Deminor de opdracht gegeven om hun belangen te verdedigen ten aanzien van de NBB en diens referentieaandeelhouders, de Belgische Staat. De verschillende stappen die Deminor onderneemt alsook de werking van een dergelijke tussenkomst zullen behandeld worden.

#### *Doel en omschrijving van de actie van Deminor*

Een groep aandeelhouders van de Nationale Bank van België (NBB) heeft Deminor de opdracht gegeven om hun belangen te verdedigen ten aanzien van de NBB en diens referentieaandeelhouder, de Belgische Staat. In het bijzonder hebben zij Deminor opgedragen alle nodige stappen te ondernemen om hun financiële en juridische positie als aandeelhouder van de NBB te verbeteren en zodoende de waarde van het aandeel NBB in lijn te brengen met de onderliggende waarde van de onderneming. De huidige opdrachtgevers van Deminor wensen dat zoveel mogelijk aandeelhouders van de NBB zich bij hun initiatief en gezamenlijke actie aansluiten, teneinde een zo representatief mogelijke groep van aandeelhouders samen te stellen. Deminor geeft dan ook vanaf heden de mogelijkheid aan alle aandeelhouders die het wensen om haar een gelijkaardige opdracht toe te kennen.



*Kosten van deelname*

Elke aandeelhouder van NBB die wenst deel te nemen aan de actie, kan zich op de website van Deminor inschrijven via het registratieformulier en aldaar alle gevraagde gegevens invullen.

Nadat men het registratieformulier heeft ingevuld, stuurt Deminor twee exemplaren van het ondertekende mandaat. Men dient dan vervolgens één exemplaar ondertekend terug te sturen.

De vergoeding van Deminor bestaat uit twee delen:

- een beperkte vaste vergoeding: deze éénmalige, forfaitaire en niet-terugbetaalbare vergoeding varieert naar gelang het aantal NBB aandelen dat men aanhoudt. Deze vergoeding dekt alle kosten (onderzoek, procedurekosten, ...) en is gelijk aan € 25 indien men één of twee aandelen aanhoudt, € 50 indien men meer dan twee maar minder dan elf aandelen aanhoudt en € 100 indien men elf of meer aandelen aanhoudt.
- een variabele vergoeding die enkel verschuldigd is in geval van succes (success fee; no cure no pay of percentage afspraken), d.i. wanneer Deminor erin slaagt de juridische en / of financiële situatie van de aandeelhouders van NBB te verbeteren. Deze vergoeding is gelijk aan 10% (excl. B.T.W.) en wordt berekend op de meerwaarde of vergoeding die men kan bekomen tengevolge van de verbetering van de juridische en / of financiële situatie. Mocht de waarde van het aandeel echter, vooraleer Deminor er in slaagt een succes te bekomen (zoals hiervoor beschreven) waardoor de success fee verschuldigd zou zijn, toch stijgen en de mandant beslist deze meerwaarde ten gelde te maken, dan verbindt hij er zich toe op de gerealiseerde meerwaarde (zoals hierboven uitgelegd) een exitvergoeding te betalen ten belope van 5%. Met deze exitvergoeding is het de bedoeling te vermijden dat Deminor's actie aan representativiteit zou verliezen door het feit dat bepaalde cliënten van Deminor zouden winst nemen op loutere bewegingen van de koers die geen verband zouden houden met een reële verbetering van de positie van de minderheidsaandeelhouders van de NBB. Het gaat in casu om een gebruikelijke clause die Deminor opneemt in contracten inzake de groepering en verdediging van minderheidsaandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen.

### *Doelstellingen*

Deminor maakte de concrete doelstellingen van haar actie publiek op een persconferentie. De inhoud van de persconferentie werd tevens bekendgemaakt via de website van Deminor. Ze gaf tevens de mogelijkheid aan haar opdrachtgevers om zich door Deminor te laten vertegenwoordigen op de jaarlijkse algemene vergadering van de NBB. Ze stelde haar opdrachtgevers tijdig op de hoogte van de te vervullen formaliteiten voor de deelname of vertegenwoordiging op deze algemene vergadering.

### *Deminor stelt NBB in gebreke op 11 maart 2002*

Deminor stelde de Nationale Bank van België (NBB) op 11 maart 2002 in gebreke om zich, binnen een termijn van uiterlijk 48 uur, in te schrijven op de lijst van vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen hebben gedaan alsmede haar oproeping tot de algemene vergadering van 25 maart aan te passen aan de wettelijke voorschriften terzake.

Deminor ontving bijkomende elementen van antwoord van de NBB op haar ingebrekestelling. In antwoord op de ingebrekestelling van Deminor van 11 maart 2002, liet de NBB heden aan Deminor officieel weten de volmachten te aanvaarden die de cliënten van Deminor aan haar zouden toekennen voor de algemene vergadering. De NBB is bovendien bereid, op verzoek van Deminor, opnieuw te onderzoeken of zij zich dient in te schrijven op de lijst van "vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan". De NBB en Deminor zijn dienaangaande overeengekomen dat de NBB eerst het advies van de Commissie voor Bank en Financieuzen (CBF) inwint en zo poogt tot een oplossing te komen, alvorens Deminor, voor zover nog nodig, over zou gaan tot gerechtelijke stappen ten gronde.

### *Deminor legt klacht neer in handen van het parket te Brussel*

Meer dan twee maanden na haar eerste ingebrekestelling, en ondanks bijkomende ingebrekestellingen, heeft Deminor van de NBB nog geen bevestiging ontvangen dat zij zich wenst in te schrijven op de lijst van "vennootschappen die een publiek beroep op het spaarwezen doen of hebben gedaan". Enkel liet de NBB Deminor weten dat zij aan de Commissie voor Bank- en Financieuzen (CFB) een schrijven heeft gericht waarin zij met

het oog op een eventuele aanvraag tot inschrijving de CBF om een advies vraagt m.b.t. de mogelijkheid in een uitzonderingsregime te voorzien. Deminor is van mening dat de CBF ter zake geen bevoegdheid heeft en dat de NBB zich had dienen in te schrijven overeenkomstig de wettelijke bepalingen. Gelet op het feit dat dit tot op heden niet gebeurd is, heeft Deminor hiervan, bij wijze van klacht, de Procureur bij het parket te Brussel op de hoogte gebracht.

*Deminor lanceert een procedure ten gronde tegen de Nationale Bank van België N.V. (2 juli 2002).*

Deminor roept aandeelhouders NBB op tot voorzichtigheid en vastberadenheid. Ze heeft kennis genomen van verschillende verklaringen vanwege vertegenwoordigers van de Belgische regering inzake mogelijke plannen tot nationalisatie van de Nationale Bank van België N.V. Deze verklaringen zijn niet eenduidig, hetgeen Deminor ertoe gebracht heeft de Belgische regering op te roepen middels een persbericht om meer duidelijkheid te creëren inzake mogelijke plannen tot nationalisatie. Mocht de regering op ernstige wijze de mogelijkheid onderzoeken een nationalisatie van de NBB uit te voeren, hetgeen nog niet met zekerheid afgeleid kan worden uit de verschillende verklaringen, dan nog blijft de vraag wanneer dergelijke nationalisatie er zou komen, onder welke vorm, en welke leidraad de regering zal volgen voor wat betreft de inschatting van de correcte waarde van de aandelen van de Nationale Bank. Zolang geen duidelijkheid bestaat over deze elementen, wijst Deminor erop dat iedere aankoop of verkoop van aandelen van de NBB gesteund op de recente verklaringen belangrijke risico's inhoudt.

In de pers en op verschillende financiële forums wordt terecht de vraag gesteld naar de « fair value » van de aandelen van de NBB die zou moeten gelden in een scenario van nationalisatie van de NBB en uitkoop van de aandeelhouders.

Deminor is van oordeel dat de correcte waarde van de aandelen van de NBB ver boven de huidige beurswaarde ligt en Deminor zal krachtens haar contractuele opdracht haar uiterste inspanningen leveren om te bekomen dat de rechten van de aandeelhouders hersteld worden, wat zich noodzakelijkerwijze zal vertalen in een vermindering van de huidige ongerechtvaardigd disagio (Het negatieve verschil tussen de aankoopkoers van een aandeel of obligatie en de nominale waarde).<sup>162</sup> Er kan echter niet gegarandeerd worden dat dergelijk resultaat ooit bekomen kan worden.

---

<sup>162</sup> <http://www.123hypotheken.nl/wb/index.php?Alf=d>

Inzake de inschatting van de correcte waarde van de aandelen van de NBB (« fair value »), is dan ook de grootste voorzichtigheid geboden. Deminor heeft bij de aanvang van het dossier de waarde van het aandeel NBB geschat op 6.200 EUR. Daarbij zijn toen de volgende voorbehouden gemaakt :

- dat deze waarde gesteund is op de cijfers per 31.12.2000 en enkel maar een schatting inhoudt, aangezien niet voldoende gegevens bekend zijn over een aantal boekhoudkundige en andere gegevens ;
- dat deze schatting bovendien rekening hield met een aantal correcties die verband houden met belastinglatenties en met de liquiditeitsgraad van een aantal activa, maar dat meer gegevens nodig zijn om deze correcties te beoordelen ;
- ten laatste, maar niet in het minste, dat de vooropgestelde waarde afhankelijk is van de mogelijkheid van Deminor om via de gerechtelijke weg of in een onderhandeling met de Nationale Bank en/of de Belgische Staat de juridische en financiële positie van de aandeelhouders substantieel te verbeteren.

Deze voorbehouden inzake de waarde van het aandeel van de NBB blijven tot op vandaag geldig. Het is dan ook onmogelijk op de datum van vandaag en op basis van de gegevens in ons bezit om de « fair value » van het aandeel van de NBB te berekenen die in een scenario van uitkoop of van nationalisatie geldig zou zijn.

Deminor wijst tenslotte op de prioriteit van de hangende gerechtelijke procedure die ertoe strekt de statutaire rechten van de aandeelhouders van de NBB die aan Deminor een opdracht gegeven hebben, te doen gelden.

Overigens onderzoekt ze andere procedures die nodig zouden zijn om de rechten van haar cliënten te vrijwaren, meer bepaald inzake het eigendomstatuut van een aantal activa die door de NBB aangehouden worden.

Bovendien is ze ervan overtuigd dat zij met haar grondige analyse en argumenten middels deze procedures een substantiële verbetering van de rechten en financiële positie van de aandeelhouders kan bekomen. Niettegenstaande deze overtuiging, kan niet gegarandeerd worden dat een succes bekomen zal worden.

Deminor roept de aandeelhouders tevens op tot vastberadenheid in hun opzet om hun rechten en financiële positie te verbeteren. Uit het voorafgaande zal voldoende voortvloeien dat de aan de gang zijnde gerechtelijke procedure prioritair blijft om de juridische en financiële positie van de aandeelhouders te verbeteren. Ze hoopt dat zoveel mogelijk aandeelhouders bereid zullen zijn hun rechten te verdedigen en de groep van aandeelhouders te vervoegen die de gerechtelijke procedure hebben ingeleid.

Dit neemt uiteraard niet weg dat Deminor open staat om constructieve gesprekken te voeren met de Nationale Bank en met de Belgische Regering over ieder mogelijk scenario dat ertoe kan leiden de juridische en financiële positie van de aandeelhouders in lijn te brengen met hun legitieme aanspraken, zoals steeds benadrukt werd van bij de aanvang van het dossier.<sup>163</sup>

Wat volgt is een gerechtelijke procedure, waar in deze thesis niet verder op wordt ingegaan.

Men kan bijlage 4 raadplegen voor verdere en meer gedetailleerde uitleg over de inhoud van deze case.

---

<sup>163</sup> <http://www.deminor.be/articles>

## *Conclusie*

In deze eindverhandeling werd de bescherming van minderheidsaandeelhouders in België uitvoerig onderzocht.

In het eerste deel van deze thesis werd de vennootschap als organisatiestructuur omschreven evenals de mogelijkheid tot belangenconflicten in bedrijven. Een vennootschap heeft de volgende kenmerken: (1) rechtspersoonlijkheid, (2) verhandelbare aandelen, (3) beperkte aansprakelijkheid en (4) een gecentraliseerd management. Aan deze organisatievorm voor bedrijven zijn kosten verbonden, namelijk beheerskosten, transactiekosten, monitorkosten, opportuniteitskosten, juridische kosten (in geval van een gerechtelijke procedure),... Beheerskosten zijn de kosten die ervoor zorgen dat managers de belangen van de aandeelhouders nastreven. Daarnaast zijn het ook kosten voor de aandeelhouders tengevolge van opportuniteitsverliezen (veroorzaakt door managers die niet continu in het belang van de aandeelhouders handelen). Er zijn eveneens kosten aan verbonden aan het opsporen en voorkomen van “shirking”, meerbepaald de kosten om teamleden kritisch te volgen en te controleren (“monitoring costs”). Belangenconflicten leiden er toe dat vennootschappen alle voormelde kosten moeten dragen, wat aanleiding geeft tot slechte prestaties. Dit zorgt er dan weer voor dat de bedrijfswinst en de waarde van de aandelen zullen dalen. Er bestaan echter economische mechanismen en wettelijke maatregelen om de belangen van het management en de aandeelhouders op dezelfde hoogte te brengen. De economische mechanismen zoals de productmarkten, de “incentive”-contracten, de factormarkten, de dreiging van overnames en de arbeidsmarkt voor managers hebben imperfecties. Niettegenstaande wordt de werking van de marktmechanismen bevorderd door de jaarlijkse bekendmaking van de financiële staten. Bovendien heeft de Algemene Vergadering veel rechten en verantwoordelijkheden wat een strengere controle op het management bewerkstelligt. Tenslotte kunnen managers ingeval van ernstig verzuim of nalatigheid of opzettelijk wanbeleid, persoonlijk aansprakelijk worden gesteld.

In deel twee werd dieper ingegaan op de rechten en plichten van de minderheidsaandeelhouders in België. Specifiek werden de inspanningen besproken die de Belgische wetgever heeft gedaan om de minderheidsaandeelhouders te beschermen. Naast de wettelijke bescherming, werd ook de conventionele en jurisprudentiële bescherming

opgesomd. Op het einde van dit deel werden de vorderingen van de minderheidsaandeelhouders algemeen benaderd. Deze literatuurstudie werd dan later in deel drie gekoppeld aan eerder onderzoek in andere landen inzake bescherming van minderheidsaandeelhouders. Allereerst werden de verschillen in rechtssystemen tussen de verscheidene landen behandeld. Vervolgens werden studies besproken die de beschermingsmechanismen in verschillende landen beoordeelden. Om de bescherming van de minderheidsaandeelhouders te toetsen werden in de studie van LaPorta et al. aan 27 verschillende landen een score toegekend. Aan de hand van deze score werden de “anti-director rights” geëvalueerd. België kreeg in dit onderzoek een score nul toegewezen omdat er, volgens hun studie, geen enkel van de “anti-director rights” van toepassing is in ons land. Minderheidsaandeelhouders in België kunnen namelijk niet stemmen via email, hebben geblokkeerde aandelen tijdens de algemene vergadering en zijn niet beschermd tegen een onteigening door een bestuurder. Daarnaast blijkt nogmaals dat de wetgeving volgens het Franse recht de slechtste wettelijke bescherming biedt voor de aandeelhouders. Vervolgens werd een ander onderzoek besproken die deze bevindingen tegenspreekt en de “anti-director rights” opnieuw onderzoekt voor verschillende landen. Hier scoort België beter. Het Belgisch recht bevat namelijk wel een aantal van deze “anti-director rights”, zoals bijvoorbeeld proxy by email, gecumuleerde stemmen, preferente aandelen, maar ze worden niet specifiek vermeld in de wetgeving of hebben een andere naam. Hieruit blijkt dat er veel verschillen bestaan tussen de verschillende landen, wat een vergelijking tussen België en andere landen heel moeilijk maakt en dikwijls een vertekend beeld geeft. Wat betreft de resultaten uit het onderzoek inzake de efficiëntie en werking van de bescherming van de minderheidsaandeelhouders in België, is het moeilijk om een éénduidige conclusie te trekken. Omwille van het feit dat de studies elkaar deels tegenspreken en zoals hierboven vermeld omwille van de landelijke verschillend is een vergelijking maken niet gemakkelijk. Toch mag men naar mijn mening de bescherming voor minderheidsaandeelhouders in België niet onderschatten. Zoals deel aantoonde, werd er op basis van een nauwgezette analyse van het Wetboek van vennootschappen een heel arsenaal van beschermingsmechanismen in kaart gebracht, die door de wetgever ter beschikking werd gesteld aan de minderheidsaandeelhouderbestaan. Verder blijkt dat ook de stem van de minderheid steeds belangrijker wordt. De minderheidsaandeelhouders krijgen vaak het verwijt dat ze geen belangstelling hebben voor het beheer van de bedrijven waarvan ze aandelen hebben. Dat begint nu stilaan te veranderen.

Verschillende internationale studies tonen aan dat in België en vele andere landen de vennootschappen gekenmerkt worden door grote aandeelhoudersblokken en piramideachtige structuren. Deze grote aandeelhouderconcentratie zorgt voor een niet te onderschatten invloed op het bestuur van een vennootschap waardoor er problemen kunnen ontstaan. De controlerende aandeelhouders kunnen namelijk hun persoonlijke belangen gaan nastreven en dit ten koste van de minderheidsaandeelhouders. Dit zorgt dan voor conflicten tussen de controlerende rechten en de cashflow rechten, die dikwijls nadelig zijn voor het vennootschapsbelang.

Tenslotte zijn er door de recente fraudes en boekhoudschandalen en de corporate governance clauses verschillende initiatieven opgestart om de aandeelhouders nog beter te beschermen en komen de minderheidsaandeelhouders steeds meer in het daglicht te staan. Zo zijn onder meer de nieuwe richtlijn van de Europese Commissie, het aandeelhoudersactivisme en de Europese Naamloze Vennootschap besproken. Deze aanpassingen kunnen op lange termijn zorgen voor een internationale convergentie. Bovendien heeft naar mijn mening de Corporate Governance wet<sup>164</sup> die in België bestaat een grote bijdrage geleverd in heel deze materie. Ook de Code Corporate Governance van de Commissie Lippens en de Code Buysse dragen bij tot een betere verstandhouding en herstel van het vertrouwen in goed bestuur van bedrijven. Deze codes hebben niet het karakter van een wet, maar ondernemingen die ze vanaf 2006 niet naleven, zullen dat moeten uitleggen aan hun stakeholders.

Daarnaast kan men besluiten dat minderheidsaandeelhouders een onvermogen hebben als het gaat over de dubbele vrees van zowel het management als de meerderheid.

Meestal worden er pas naar oplossingen gezocht na een rechtzaak. Daarom is het moeilijk om een duidelijk beeld te krijgen van de efficiëntie van de beschermingsmaatregelen en of de minderheidsaandeelhouders er daadwerkelijk ook vaak een beroep op doen. Verder kan men besluiten, dat de bescherming van de rechten en belangen van de minderheidsaandeelhouders in eerste instantie gesteund is op de mate, en de geboden mogelijkheden, tot dialoog.

Dienaangaande benadrukt het advieskantoor Deminor dat voor conflicten tussen aandeelhouders veelal wordt gewerkt naar een minnelijke schikking. Dat men zijn toevlucht

---

<sup>164</sup> Wet van 2 augustus 2002 (B.S. 22 augustus 2002)



zou nemen tot bovenstaand arsenaal, dient als een uitzondering op de regel te worden beschouwd. Dialoog is en blijft aldus de meest aangewezen weg.<sup>165</sup>

Om dit onderzoek helemaal te kunnen vervolledigen zou een uitgebreid onderzoek nodig zijn aangaande het gebruik en efficiëntie van de diverse beschermingsmechanismen. Men zou dus alle beschermingsmaatregelen die opgesomd zijn in deel 2 één voor één kunnen gaan evalueren en nagaan in welke mate er in de praktijk effectief beroep op wordt gedaan door de minderheidsaandeelhouders en of ze ook daadwerkelijk resultaat hebben. Daarnaast zou men enkele empirische schattingen kunnen maken in verband met de verschillende percentages, bijvoorbeeld percentage nodig om de algemene vergadering samen te roepen. Welk gevolgen zouden er zich voordoen indien men deze percentages gaat verhogen of verlagen? Welke effecten brengt dit met zich mee en veroorzaakt dit meer kosten?

---

<sup>165</sup> [http://www.ibr-ire.be/forum2003/downloads/Bescherming\\_minderheidsaandeelhouders.pdf](http://www.ibr-ire.be/forum2003/downloads/Bescherming_minderheidsaandeelhouders.pdf)

## ***Bibliografie***

- A. A. ALCHIAN en H. DEMSETZ, (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 62 American Economic Review
- A. A. ALCHIAN and S. WOODWARD, (1986), *Reflections on the Theory of the Firm*, 143 Journal of Institutional and Theoretical Economics/ Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft 110
- K. J. ARROW, (1974), *The Limits Of Organization*, New York: Norton and Co.
- S. M. BAINBRIDGE, (2002), *Corporation Law and Economics*, New York Foundation Press
- L. BARREZEELE, S. CALLENS, I. DE BEELDE, B DE BIE, S. MEULENEAR, (2004), *Uit balans! Een interdisciplinaire analyse van recente boekhoudschandalen*, Intersentia
- L. A. BEBCHUK, (2004), *The case for increasing shareholder power*, Harvard Law Review, Voll. 118, Nr. 3, Discussion Paper Harvard No 500
- M. BECHT, P BOLTON en A. ROELL, (2003), *Corporate Governance and Control*, Handbook of Economics of Finance ,Amsterdam: Elsevier
- M. BECHT, A. ROELL, (1999), *Blockholdings in Europe: An international comparison*, European, Economic Review 43
- A. A. Jr. BERLE en G. C. MEANS, (1991), *The Modern Corporation and Private Property* (originally published in 1932), New Brunswick: Transaction Publ.
- V. BLEYEN, (2004-2005), *Het opsporen en voorkomen van belangenconflicten onder de vorm van fraude*, Diepenbeek, Universiteit Hasselt, eindverhandeling
- H. BRAECKMANS, (2002), *Het vraagrecht van de aandeelhouders in de Algemene Vergadering*, Antwerpen, Bruylant
- H. BRAECKMANS, (1992), “*Nieuwe regelen voor aandeelhouders en bestuurders: belangenconflict, minderheidsvordering, nieuwe regelen bij het houden van een algemene vergadering, deskundigenonderzoek*”, in H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH (ed.), *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991*, Antwerpen, Maklu

R. A. BREADLY en S. C. MYERS, (1988), *Principles of Corporate Finance (third edition)*, New York: McGraw-Hill

M. BURKHART, F. PANUNZI en A. SHLEIFER, (2002), "*Family Firms.*", NBER Working Paper No. 8776

A. BUYSSCHAERT, M. DELOOF, M. JEGERS, (2001), *Equity Sale in Belgian Corporate Groups: Expropriation of Minority Shareholders?*, Faculty of Applied Economics UFSIA-RUCA

R. C. CLARCK, (1985), *Agency Costs versus Fiduciary duties*, in: Pratt, J.W. and R.J. Zeckhauser (eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Cambridge, Mass.: Harvard Business School

R. C. CLARCK, (1986), *Corporate Law*, Boston: Little, Brown and Co.

F. CLEEREN, (2002), *De bescherming van de belangen van bepaalde aandeelhouders*, Accountancy & Tax 2

R. H COASE, (1937), *The Nature of the Firm*, *Economica* 4, reprinted in: *The Firm, The Market and The Law*, University of Chicago Press, 1988

S. COOLS, (2004), *The real difference in corporate law between the united states and continental europe: distributions of powers*, Discussion Paper Harvard Law School

H. CRONQVIST, M. NILLSON, (2003), *Agency Cost of Controlling Minority Shareholders*, *Journal of financial and quantitative analysis* 4

X. DIEUX, (2000), *De bescherming van de minderheidsaandeelhouders*, Accountancy & Tax 3

H. DEMSETZ, (1997), *The Firm in Economic Theory: A Quiet Revolution*, 86 *American Economic Review*

B. DU BUS, (2006), *De stem van de minderheid*, Trends newflash 28 maart

F. H. EASTERBOOK en D. R. FISCHER, (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press

L. EBERHARDT, (2002), "*Minderheidsaandeelhouders: wat zijn uw rechten?*", KMO-PME Magazine

The Economist, *Still counting the costs*, 18 oktober 2003

S. S. J. EDWARDS en A. J. WIECHENRIEDER, (2004), *Ownership concentration and Share Valuation*, *German Economic Review* 5

- E.F. FAMA, (1980), *Agency Problems and The Theory of The Firm*, Journal of Political Economy 88
- M. FLAMEE, (1989), *Kantekeningen nopens minderheidsaandeelhouders in ondernemingsgroepen*, in H. BIRON en C. DAUW (ed.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, (285), nr. 17
- M. FRIEDMAN, (1953), *The Methodology of Positive Economics*, in: idem, *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press 3
- K. GEENS, (1988), *De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouders tegen de door de minderheid opgezette beschermingsconstructies*, Kalmthout
- K GEENS, (1999), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Kalmthout
- K. GEENS, e.a., (2000), “Overzicht van rechtspraak. *Vennootschappen*”, *T.P.R.*, p. 306, nr. 267 alsook de in voetnoot 848 aangehaalde rechtsleer.
- J. A. GRUNDFEST, (1992), *The Limited Future of Unlimited Liability: A Capital Markets Perspective*, Yale Law Journal 102
- H. HANSMANN, R. H. KRAAKMAN, (1991), *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, Yale Law Journal 100
- F. HELLEMANS, (2001), *De algemene vergadering: een onderzoek naar haar grondslagen, haar bestaansreden en de geldigheid van haar besluiten*, Kalmthout
- C. HOLDERNESS, (2002), “*A Survey of Blockholders and Corporate Control*”, *Economic Policy Review*
- J. C. JENSEN en W. H. MECKLING, (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3
- F. H. KNIGHT, (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston: Houghton Mifflin Co.
- M. KOELEMIJER, (1999), *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen: beschouwingen rond aandeelhouders en bestuurders in rechtsvergelijkend perspectief*, Deventer Kluwer
- R. LAPORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES en A. SHLEIFER (1999) “*Corporate Ownership Around the World.*” *Journal of Finance* 54
- R. LAPORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. W. VISHNEY.,(1998), “*Law and Finance*”. *Journal of Political Economy* 106

J. LIEVENS, (1984), *Bescherming van de minderheidsaandeelhouders in de vennootschap naar geldend en komend recht*, R. W.

R. G. LIPSEY, P. N. COURANT, C. T.S. RAGAN, (1999), *Economics*, Twelfth Edition, Adison-Wesley

A. MAURA, (2004), *Het sell-outrecht. Weldra een nieuw recht voor de minderheidsaandeelhouders?*, T.R.V.

R. MORCK, A. SHLEIFER, R. W. VISHNY, (1988), *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, Journal of Finance 20

OECD, OECD Principles of corporate governance, *Ad hoc Task Force on Corporate Governance*, Paris, Report SG/CG995 (1999)

R. A. POSNER, (1992), *Economic Analysis of Law (fourth edition)*, Boston: Little, Brown and Co.

E. POTTIER en M. DE ROUCK, (1998), *Le divorce entre actionnaires: premières applications jurisprudentielles des procédures d'exclusion et de retrait*, TBH

M. J. ROE, (2004), *Institutions of Corporate Governance*, Cambridge Harvard discussion paper No 488

P. SANDERS, W. WESTBROEK, (1994), *BV en NV-Het nieuwe ondernemingsrecht (7<sup>de</sup> editie)*, Kluwer

A. SMITH, (1981), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of the Nations*, (originally published in 1776), Vol. 1 and 2, Campbell R.H.

B. TILLEMANN, (1996), *Bestuur van vennootschappen:statuur, interne werking en vertegenwoordiging*, Kalmthout, Biblio

B. TILLEMANN, (1999) “*Statutaire variaties inzake overdrachtsbeperkingen bij niet-publieke vennootschappen*”, Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht, Kalmthout,Biblio

M.A. TORFS, S. MATHEI, (2003-2004), *Vennootschaprecht en ondernemingsrecht*, Diepenbeek, Universiteit Hasselt

C. VAN DER ELST, (2001), *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen: economische-juridische analyse in België en Europa*, Gent Larcier

C. VAN DER ELST, (1998-1999), *Zwaard van Damocles voor moeilijke minderheidsaandeelhouders*, A.J.T.

S. VAN DE PERRE, (2003-2004), *De relatie tussen corporate governance en financiële resultaten*, Diepenbeek, Universiteit Hasselt, eindverhandeling

W. VAN EECKHOUTTE (ed.), (2000), *Rechtspersonenrecht*, Gent, Mys & Breesch nrs. 29 e.v.

E. VANHAECHT, (2002), *Conflicten tussen contolerende en minderheidsaandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen*, Antwerpen, UFSIA-RUCA, eindverhandeling

Wetboek van Vennootschappen

O.E. WILLIAMSON, (1985), *The Economic Institutions of Capitalism-Firms, Markets, Relational Contracting*, New York: Free Press

[www.123hypotheke.nl/wb/index.php?Alf=d](http://www.123hypotheke.nl/wb/index.php?Alf=d)

[www.anet.ua.ac.be/acadbib/ua/au\\_group\\_6.html](http://www.anet.ua.ac.be/acadbib/ua/au_group_6.html)

[www.balieantwerpen.be](http://www.balieantwerpen.be)

[www.bedrijven.monster.be/picgroupbe](http://www.bedrijven.monster.be/picgroupbe)

[www.behoorlijkbestuur.be/](http://www.behoorlijkbestuur.be/)

[www.cass.be/cgi\\_wet/wet.pl/](http://www.cass.be/cgi_wet/wet.pl/)

[www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/](http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/)

[www.deminor.be/](http://www.deminor.be/)

[www.ecgi.org/](http://www.ecgi.org/)

[www.economist.com/index.html](http://www.economist.com/index.html)

[www.elsevierjuridisch.nl/catalogus/show.php?typelb=tijdschr&pgr=5](http://www.elsevierjuridisch.nl/catalogus/show.php?typelb=tijdschr&pgr=5)

[http://europa.eu.int/comm/justice\\_home/ejn/legal\\_order/legal\\_order\\_bel\\_nl.htm](http://europa.eu.int/comm/justice_home/ejn/legal_order/legal_order_bel_nl.htm)

[www.fisconet.be](http://www.fisconet.be)

[www.gametheory.net/dictionary/Peop](http://www.gametheory.net/dictionary/Peop)

[www.ibr-ire.be/forum2003/downloads/Bescherming\\_minderheidsaandeelhouders.pdf](http://www.ibr-ire.be/forum2003/downloads/Bescherming_minderheidsaandeelhouders.pdf)

[www.iec-iab.be/ned/publicaties\\_tax\\_2000.aspx?id=165](http://www.iec-iab.be/ned/publicaties_tax_2000.aspx?id=165)

[www.ipcf.be/bib/content4.asp?levels1=7&levels2=3&levels3=24&levels4=19](http://www.ipcf.be/bib/content4.asp?levels1=7&levels2=3&levels3=24&levels4=19)

[www.kli.ac.at/theorylab/AuthPage/P/PosnerRA.html](http://www.kli.ac.at/theorylab/AuthPage/P/PosnerRA.html)

[www.law.kuleuven.ac.be](http://www.law.kuleuven.ac.be)

[www.law.ugent.be/biblio/belgie.htm](http://www.law.ugent.be/biblio/belgie.htm)

[www.lexadin.nl/wlg/legis/nofr/eur/lxwebel.htm](http://www.lexadin.nl/wlg/legis/nofr/eur/lxwebel.htm)

[www.mineco.fgov.be/](http://www.mineco.fgov.be/)

[www.msu.edu/~emmettr/fhk/rup.htm](http://www.msu.edu/~emmettr/fhk/rup.htm)

[www.nber.org/papers/w8776](http://www.nber.org/papers/w8776)

[www.oenf.nl/](http://www.oenf.nl/)

[www.pouseele.be/ven.htm](http://www.pouseele.be/ven.htm)

[www.senaat.be](http://www.senaat.be)

[www.staatsblad.be/index\\_nl.htm](http://www.staatsblad.be/index_nl.htm)

[www.standaard.be](http://www.standaard.be)

[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

[www.storme.be/belius.html](http://www.storme.be/belius.html)

[www.tijd.be/beleggen/aandelen/artikel.asp?Id=1816277](http://www.tijd.be/beleggen/aandelen/artikel.asp?Id=1816277)

[www.trends.be/CMArticles/ShowArticle.asp?articleID=37173&sectionID=235](http://www.trends.be/CMArticles/ShowArticle.asp?articleID=37173&sectionID=235)

[www.uhasselt.be](http://www.uhasselt.be)

## *Bijlagen*

### **Bijlage 1: De Code Lippens**

Belgische Corporate Governance Code (9 december 2004)

Onze vennootschappen worden geconfronteerd met een uitdagende omgeving die wordt gekenmerkt door aanzienlijke veranderingen, zoals de globalisering van de markten, de modernisering van de communicatietechnologie en de uitbreiding van de Europese Unie, om er maar enkele te noemen. In een dergelijke omgeving kunnen vennootschappen voordeel halen uit een reglementair kader dat de efficiëntie en concurrentiekracht bevordert en gezonde en transparante corporate governance praktijken aanmoedigt. Met dit doel voor ogen lanceerde de Europese Commissie in 2003 haar actieplan voor de 'Modernisering van het vennootschapsrecht en de versterking van corporate governance in de Europese Unie' (hierna het "EU-Actieplan" genoemd). Het EU-Actieplan wordt momenteel door de Europese Commissie geïmplementeerd via tal van wettelijke initiatieven die gericht zijn op het verbeteren van het bestuur en het versterken van de rechten van aandeelhouders. In België had men drie afzonderlijke documenten met aanbevelingen opgesteld door diverse instanties, die geactualiseerd en gebundeld moesten worden. In deze context en op initiatief van de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), Euronext Brussel en het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO), werd een Commissie Corporate Governance (hierna "Commissie") opgericht om één code inzake deugdelijk bestuur voor alle beursgenoteerde vennootschappen uit te werken. Het streefdoel van de Commissie was een code uit te werken die in lijn is met de internationale praktijk en de Europese aanbevelingen. Op 18 juni 2004 werd een ontwerp gepubliceerd op de website van de Commissie. Deze publieke consultatie was een succes. De ontvangen opmerkingen, samen met de recente initiatieven van de Europese Commissie, hielpen de Commissie bij de afwerking van de Code die werd gepubliceerd op 9 december 2004. De Code heeft een grote mate van ingebouwde flexibiliteit, zodat ze kan worden aangepast aan de omvang, de activiteiten en de cultuur van elke vennootschap. Ze is gebaseerd op een 'pas toe of leg uit'-systeem ('comply or explain'), dat de vennootschappen de mogelijkheid biedt af te wijken van de bepalingen van de Code wanneer hun specifieke kenmerken dit rechtvaardigen, op voorwaarde dat zij hiervoor afdoende argumenten aandragen.

In overeenstemming met het EU-Actieplan dient de regering een nationale corporate governance code aan te wijzen. In dit opzicht beveelt de Commissie aan dat de Belgische overheid deze Code als de Belgische referentiecode erkent. Het toezicht op de naleving van de Code berust bij de aandeelhouders en de marktautoriteiten, eventueel aangevuld met andere mechanismen. De Commissie is van mening dat de Code in de toekomst herzien moet kunnen worden om rekening te kunnen houden met de opgedane ervaring en wijzigingen in de zakelijke en de wettelijke praktijk. Daartoe zal de Commissie alles in het werk stellen om te zorgen voor een gedegen opvolging. In naam van de Commissie wil ik iedereen bedanken die heeft bijgedragen tot de totstandkoming van deze Code.

Maurice Lippens



## Woord vooraf

### 1. Wat is goede corporate governance?

Corporate governance omvat een reeks regels en gedragingen op basis waarvan vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd. Een goed corporate governance model zal zijn doel bereiken door te zorgen voor een goed evenwicht tussen ondernemerschap en controle, alsook tussen prestatie en conformiteit met deze regels. Wat het ondernemerschap betreft, dienen de corporate governance regels niet alleen een prestatiegericht bestuur te bevorderen, maar dienen ze tevens mechanismen voor sturing en leiderschap te verschaffen, terwijl ze ook zorgen voor integriteit en transparantie in de besluitvorming.

Goede corporate governance dient bij te dragen tot het vaststellen van de doelstellingen van de vennootschap, hoe deze doelstellingen bereikt moeten worden en hoe prestaties dienen geëvalueerd te worden. In die zin dient corporate governance stimuli te verschaffen aan de raad van bestuur en het management opdat zij doelstellingen nastreven die in het belang zijn van de vennootschap, haar aandeelhouders en andere stakeholders.

Controle houdt een daadwerkelijke evaluatie van prestaties in, alsook een afdoend beheer van potentiële risico's en een toezicht op de naleving van overeengekomen procedures en processen. Hiertoe dient men vooral na te gaan of er wel degelijk robuuste controlesystemen in werking zijn, of potentiële belangenconflicten beheerst worden en of er voldoende controles zijn om machtsmisbruik te voorkomen, wat ertoe zou leiden dat persoonlijke belangen primeren boven het vennootschapsbelang.

### 2 Voornaamste doel van de Code

De belangrijkste doelstelling van de Code bestaat in het bevorderen van waardecreatie op lange termijn. Zakelijke successen tonen aan dat goede corporate governance leidt tot creatie van welvaart, niet alleen voor de aandeelhouders maar ook voor alle andere stakeholders. Uit recente voorbeelden van wanpraktijken in bedrijven is evenwel ook gebleken dat een gebrekkige corporate governance kan leiden tot aanzienlijke verliezen die veel verder gaan dan het verlies van aandeelhouderswaarde. Corporate governance praktijken, die gebaseerd zijn op transparantie en verantwoording, zullen het vertrouwen van de investeerders versterken en ten goede komen aan de andere stakeholders. Dit zal de vennootschappen in staat stellen zich extern te financieren aan een lagere kost. Goede corporate governance brengt ook macro-economische voordelen met zich mee, zoals een verhoogde economische efficiëntie en groei, alsook de bescherming van privébeleggingen.

### 3 Context van de Code

Deze Corporate Governance Code moet worden gezien als complementair aan de bestaande Belgische wetgeving; geen enkele bepaling van de Code mag geïnterpreteerd worden in afwijking van het Belgisch recht. Voor het opstellen van de Code heeft de Commissie zich gebaseerd op de bestaande Belgische wetgeving die van toepassing is op de vennootschappen, in het bijzonder de bepalingen van het Belgische Wetboek van Vennootschappen en het financieel recht van toepassing op beursgenoteerde vennootschappen. Bij het uitwerken van de Code besteedde de Commissie ook heel wat aandacht aan de recente initiatieven van de Europese Commissie op het vlak van corporate governance, meer specifiek de initiatieven ter implementatie van het EUActieplan dat de Commissie goedkeurde in 2003 ('Modernisering van het vennootschapsrecht en versterking van corporate governance in de

Europese Unie'). De Code werd opgesteld vanuit een monistisch bestuursmodel en met andere specifieke Belgische kenmerken in gedachten, zoals de typische aandeelhoudersstructuur van de vennootschappen. Deze keuze wordt gerechtvaardigd door de huidige praktijk in België.

#### 4 Structuur, inhoud en aard van de Code

De Commissie heeft geopteerd voor een flexibele benadering die gebaseerd is op een 'pas toe of leg uit'-systeem ('comply or explain'). Deze 'pas toe of leg uit'-benadering wordt al jarenlang toegepast in tal van landen en de flexibiliteit die het biedt wordt erg gunstig onthaald door zowel raden van bestuur als door beleggers. Deze aanpak wordt ook aanbevolen door de OESO en de Europese Commissie. Bij de strikte en strenge toepassing van een gedetailleerde reeks regels zou het inderdaad niet mogelijk zijn rekening te houden met de specifieke kenmerken van de vennootschappen, zoals hun omvang, aandeelhoudersstructuur, activiteiten, managementstructuur alsook de mate waarin ze onderhevig zijn aan risico's. Een code die stoelt op een strikte benadering zou daarom heel waarschijnlijk niet worden toegepast door de vennootschappen waarvoor ze bedoeld is. De Code omvat drie soorten regels: principes, bepalingen en richtlijnen. De Commissie formuleerde negen principes die naar haar mening de pijlers vormen waarop een goede corporate governance dient te rusten. De principes zijn ruim genoeg opdat alle vennootschappen er zich kunnen aan houden, ongeacht hun specifieke kenmerken. Alle vennootschappen dienen deze principes zonder uitzondering toe te passen. Bepalingen (waarvan sommige verder worden toegelicht in de Bijlagen) zijn aanbevelingen die omschrijven hoe de principes worden toegepast. De vennootschappen worden verondersteld deze bepalingen na te leven of uit te leggen waarom zij, in het licht van hun eigen specifieke situatie, dit niet doen. Hoewel men ervan uitgaat dat beursgenoteerde vennootschappen de bepalingen van de Code meestal zullen naleven, wordt immers erkend dat afwijken van de bepalingen van de Code in bepaalde specifieke omstandigheden gerechtvaardigd kan zijn. Kleinere beursgenoteerde vennootschappen, en in het bijzonder de nieuwkomers onder hen, alsook jonge groeiondernemingen, kunnen van oordeel zijn dat sommige bepalingen niet naar verhouding of minder relevant zijn in hun geval. Bovendien hebben holdingmaatschappijen en beleggingsvennootschappen misschien nood aan een andere bestuursstructuur, hetgeen de relevantie van sommige bepalingen kan beïnvloeden. In deze gevallen dienen de vennootschappen te bepalen wat zij beschouwen als de beste regels in hun specifieke situatie en hieromtrent een verklaring te geven ('explain') in het Corporate Governance Hoofdstuk in hun jaarverslag. De bepalingen worden aangevuld met richtlijnen, die als leidraad kunnen dienen voor de wijze waarop de vennootschap de bepalingen van de Code dient toe te passen of te interpreteren. De meeste richtlijnen zijn kwalitatief van aard en lenen zich niet tot een evaluatie op het vlak van naleving. De verplichting om deze na te leven of uit te leggen waarom men zulks niet doet, is daarom niet van toepassing op deze richtlijnen.

#### 5 Openbaarmaking

Openbaarmaking van informatie, wat leidt tot transparantie, vormt een essentieel onderdeel van de Code. Openbaarmaking van informatie is immers van cruciaal belang om een doeltreffend extern toezicht mogelijk te maken. De bepalingen van de Code zijn bedoeld om een hoge mate van transparantie te bewerkstelligen inzake corporate governance. Transparantie wordt bereikt door openbaarmaking van informatie in twee verschillende documenten; het Corporate Governance Charter, dat terug te vinden is op de website van de vennootschap, en het Corporate Governance Hoofdstuk in het jaarverslag. In het Corporate Governance Charter belicht de vennootschap de voornaamste aspecten van haar corporate

governance beleid, zoals haar bestuursstructuur, het intern reglement van de raad van bestuur en zijn comités en andere belangrijke onderwerpen (bijvoorbeeld het remuneratiebeleid). Dit Charter wordt regelmatig geactualiseerd. Het Corporate Governance Hoofdstuk in het jaarverslag dient meer feitelijke informatie omtrent corporate governance te bevatten, met inbegrip van eventuele wijzigingen in het corporate governance beleid van de vennootschap, alsook relevante gebeurtenissen die plaatsvonden tijdens het beschouwde jaar, zoals de benoeming van nieuwe bestuurders, de aanstelling van comitéleden of de jaarlijkse remuneratie die de leden van de raad van bestuur ontvangen.

## 6 Toezicht en naleving van de Code

In België worden beursgenoteerde vennootschappen, in tegenstelling tot andere landen, vaak gecontroleerd door één of meer belangrijke aandeelhouders. Om die reden kan men niet alleen vertrouwen op controle door de markt om te garanderen dat beursgenoteerde vennootschappen de Code voldoende naleven. De Commissie heeft daarom geopteerd voor een gecombineerd systeem van toezicht dat berust bij de raad van bestuur, de aandeelhouders van de vennootschap en de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), eventueel aangevuld met andere mechanismen.

### - De raad van bestuur

In een monistisch model heeft de raad van bestuur een dubbele rol: ondernemerschap steunen en voor een doeltreffend toezicht en controle zorgen. Om in staat te zijn deze rol van behoeder van het vennootschapsbelang te vervullen, is het daarom belangrijk dat de raad van bestuur bestaat uit zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders, met inbegrip van onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Alle bestuurders dienen blijk te geven van een onafhankelijk oordeel en van objectiviteit in de besluitvorming, maar de onafhankelijke bestuurders spelen in dit verband een cruciale rol. De raad van bestuur ziet toe op het accurate en volledige karakter van het Corporate Governance Charter en van het Corporate Governance Hoofdstuk in het jaarverslag.

### - Aandeelhouders

Gelet op het feit dat deze Code berust op een flexibele 'pas toe of leg uit'-benadering, dienen de aandeelhouders en in het bijzonder de institutionele beleggers, een belangrijke rol te spelen in het zorgvuldig evalueren van de corporate governance van een vennootschap en dienen zij aandacht te besteden aan alle relevante factoren waarop hun aandacht wordt gevestigd. Aandeelhouders dienen een zorgvuldige analyse te maken van de verklaringen die worden gegeven om van de Code af te wijken, en dienen in alle gevallen een beredeneerd oordeel te vellen. Zij dienen bereid te zijn een dialoog aan te gaan indien zij, rekening houdend met de omvang en de complexiteit van de vennootschap, alsook met de aard van de risico's en uitdagingen waarmee zij te maken krijgt, het standpunt van de vennootschap niet aanvaarden. Controlerende aandeelhouders kunnen vertegenwoordigers benoemen in de raad van bestuur. Ze zijn dan in staat om toezicht uit te oefenen zowel van binnen de vennootschap als van buitenaf, met de voordelen en risico's die een dergelijke sterke positie met zich meebrengt. Controlerende aandeelhouders dienen bijgevolg oordeelkundig gebruik te maken van hun positie en dienen de rechten en belangen van de minderheidsaandeelhouders te respecteren.

### - CBFA

De Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) zal binnen haar toezichtsovername ten aanzien van de periodieke en occasionele informatieplicht van beursgenoteerde vennootschappen, zoals bepaald in de wet van 2 augustus 2002, bijdragen tot

het externe toezicht op de Code. Zij zal morele ondersteuning geven aan de implementatie van de vereisten inzake openbaarmaking van informatie, die de Code stelt aan de Belgische beursgenoteerde vennootschappen, bovenop de verplichtingen die worden opgelegd door de geldende wetten en reglementeringen. Het bestaan en de aanvaarding door de Belgische financiële sector van een éénvormige Corporate Governance Code (waartoe het initiatief werd genomen door het VBO en Euronext Brussel) zullen bijdragen tot de versterking van de Belgische financiële markt en tot een groter vertrouwen bij de beleggers. Net als bij haar aanbevelingen van 1998, raadt de CBFA de beursgenoteerde vennootschappen aan om in overeenstemming met de bepalingen van de Code relevante informatie met betrekking tot hun corporate governance regels en praktijken openbaar te maken. Het is aan de beursgenoteerde vennootschappen om uit te maken of zij de bepalingen van de Code naleven, of uitleggen waarom zij dit niet doen. Als er in tegenstelling tot Principe 9 en Bijlage F geen openbaarmaking plaatsvindt over een specifiek element zoals bepaald in de Code, heeft de CBFA de intentie om binnen het kader van haar toezichtsopdracht daarop de aandacht van de beursgenoteerde vennootschap te vestigen en haar eventueel te verzoeken om toelichting te geven bij de redenen waarom zij deze specifieke bepaling van de Code niet naleeft. De rol van de CBFA beperkt zich tot de verificatie van de naleving van het 'pas toe of leg uit'-principe en tot het verzoeken van de vennootschappen zich ernaar te schikken. De CBFA is bovendien van plan om, van tijd tot tijd, algemene vergelijkende overzichten te publiceren van de corporate governance praktijken in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen. Met betrekking tot de openbaarmaking van informatie krachtens de geldende wetten of reglementeringen – ongeacht of deze informatie deel uitmaakt van de Code of niet - verandert er evenwel niets aan de bevoegdheden van de CBFA, met inbegrip van haar bevoegdheden om sancties op te leggen. Haar rol m.b.t. het externe toezicht op de Code verandert niets aan haar wettelijke toezichtsopdracht.

## 7 Opvolging

De Commissie is tevens van mening dat wat onder goede corporate governance wordt verstaan, evolueert in functie van veranderende zakelijke omstandigheden en vereisten van de internationale financiële markten. Het zal daarom belangrijk zijn ervoor te zorgen dat de corporate governance praktijken regelmatig opnieuw bekeken worden en dat de aanbevelingen worden aangepast. Daarvoor zal een geschikt mechanisme moeten worden uitgewerkt. Op verzoek van het Parlement zal de Commissie, samen met de regering, blijven denken over en zoeken naar de meest geschikte opvolging van deze Code. Intussen blijft de Commissie actief tijdens een overgangperiode.

## 8 Toepassingsgebied en inwerkingtreding

Deze Code is in eerste plaats bedoeld voor vennootschappen naar Belgisch recht, waarvan de effecten verhandeld worden op een gereguleerde markt (“beursgenoteerde vennootschappen”). Gelet op de flexibiliteit ervan zal de Code echter ook dienst kunnen doen als referentiekader voor alle andere vennootschappen. Deze Code vervangt de bestaande Belgische corporate governance codes voor Belgische beursgenoteerde vennootschappen, met name de Aanbevelingen van het Verbond van Belgische Ondernemingen die gepubliceerd werden in januari 1998 en de Aanbevelingen die werden gedaan in december 1998 door de Beurs van Brussel (nu Euronext Brussel) en de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (nu CBFA). Deze Code treedt in werking op 1 januari 2005. Op de algemene vergadering van 2005 zou corporate governance een agendapunt dienen te zijn ter informatie en overweging.

Indien mogelijk kan er in dat verband al een verklaring worden opgenomen in het jaarverslag over 2004, dat gepubliceerd wordt in 2005.

Vanaf 1 januari 2006 dienen beursgenoteerde vennootschappen een Corporate Governance Charter te hebben openbaar gemaakt, waarin zij hun corporate governance structuur en het beleid terzake toelichten. In het jaarverslag over 2005, dat gepubliceerd wordt in 2006, zullen de beursgenoteerde vennootschappen een specifiek hoofdstuk wijden aan corporate governance, waarin zij toelichting geven bij hun corporate governance praktijken van het betrokken jaar, en desgevallend een uitleg geven omtrent afwijkingen van de Code.

## CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPES

PRINCIPE 1. DE VENNOOTSCHAP PAST EEN DUIDELIJKE GOVERNANCESTRUCTUUR TOE

PRINCIPE 2. DE VENNOOTSCHAP HEEFT EEN DOELTREFFENDE EN EFFICIËNTE RAAD VAN BESTUUR DIE BESLISSINGEN NEEMT IN HET VENNOOTSCHAPSBELANG

PRINCIPE 3. ALLE BESTUURDERS DIENEN BLIJK TE GEVEN VAN INTEGRITEIT EN TOEWIJDING

PRINCIPE 4. DE VENNOOTSCHAP HEEFT EEN RIGOUREUZE EN TRANSPARANTE PROCEDURE VOOR DE BENOEMING EN DE BEOORDELING VAN HAAR RAAD EN ZIJN LEDEN

PRINCIPE 5. DE RAAD VAN BESTUUR RICHT GESPECIALISEERDE COMITES OP

PRINCIPE 6. DE VENNOOTSCHAP LEGT EEN DUIDELIJKE STRUCTUUR VAST VOOR HET UITVOEREND MANAGEMENT

PRINCIPE 7. DE VENNOOTSCHAP VERGOEDT DE BESTUURDERS EN DE LEDEN VAN HET UITVOEREND MANAGEMENT OP EEN BILLIJKE EN VERANTWOORDE WIJZE

PRINCIPE 8. DE VENNOOTSCHAP RESPECTEERT DE RECHTEN VAN ALLE AANDEELHOUDERS EN MOEDIGT HUN BETROKKENHEID AAN

PRINCIPE 9. DE VENNOOTSCHAP WAARBORGT EEN PASSENDE OPENBAARMAKING VAN HAAR CORPORATE GOVERNANCE

### PRINCIPE 1

1.1. Elke vennootschap wordt geleid door een collegiale raad van bestuur. De vennootschap legt het intern reglement van de raad van bestuur vast en neemt dit op in haar Corporate Governance Charter (hierna het “CG Charter” genoemd).

**Richtlijn** De rol van de raad van bestuur bestaat erin het lange termijn succes van de vennootschap na te streven door ondernemend leiderschap te garanderen en ervoor te zorgen dat risico's kunnen worden ingeschat en beheerd.

**Richtlijn** De verantwoordelijkheden van de raad van bestuur worden vastgelegd in de statuten van de vennootschap en in het intern reglement van de raad van bestuur. De raad van bestuur bepaalt, binnen de beperkingen die zijn vastgelegd in de statuten van de vennootschap, zijn eigen intern reglement, waarin zijn verantwoordelijkheden, plichten, samenstelling en werking gedetailleerd worden.

**Richtlijn** De raad van bestuur wordt zo georganiseerd dat hij in staat is zijn taken op een efficiënte wijze uit te voeren.

**Richtlijn** De vennootschap stemt haar bestuursstructuur af op haar evoluerende behoeften.

1.2. De raad van bestuur beslist over de waarden en de strategie van de vennootschap, over haar bereidheid om risico's te nemen en over de voornaamste beleidslijnen.

**Richtlijn** De raad van bestuur zorgt ervoor dat de nodige financiële en menselijke middelen voor handen zijn opdat de vennootschap haar doelstellingen kan verwezenlijken.

1.3. Met betrekking tot zijn verantwoordelijkheden inzake toezicht, dient de raad van bestuur:

- het bestaan en de werking na te gaan van een systeem van interne controle, met inbegrip van een afdoende identificatie en beheer van risico's (ook voor die risico's die verband houden met de naleving van bestaande wetgeving en regels);
- de nodige maatregelen te nemen om de integriteit van de jaarrekening te waarborgen;
- de prestaties van het uitvoerend management te beoordelen;
- toezicht te houden op de prestaties van de commissaris en op de interne auditfunctie.

1.4. De raad van bestuur beslist over de structuur voor het uitvoerend management en bepaalt de bevoegdheden en plichten die aan het uitvoerend management worden toevertrouwd. Deze worden opgenomen in het intern reglement van de raad van bestuur en in dat van het uitvoerend management.

1.5. Aan het hoofd van de vennootschap wordt een duidelijk onderscheid gemaakt tussen enerzijds de verantwoordelijkheid voor het leiden van de raad van bestuur en anderzijds de uitvoerende verantwoordelijkheid voor het leiden van de ondernemingsactiviteiten. De functies van voorzitter van de raad van bestuur en die van chief executive officer (hierna "CEO" genoemd) mogen niet door één en dezelfde persoon worden uitgeoefend. De verdeling van verantwoordelijkheden tussen de voorzitter en de CEO wordt duidelijk en schriftelijk vastgelegd, en goedgekeurd door de raad van bestuur.

**Richtlijn** De voorzitter onderhoudt nauwe relaties met de CEO en geeft steun en advies, met respect voor de uitvoerende verantwoordelijkheid van de CEO.

1.6. De raad van bestuur verzekert zich ervan dat zijn verplichtingen ten opzichte van alle aandeelhouders duidelijk zijn en dat er aan voldaan wordt. De raad van bestuur legt verantwoording af aan de aandeelhouders over de uitvoering van zijn verantwoordelijkheden.

## PRINCIPE 2

2.1. De samenstelling van de raad van bestuur dient te waarborgen dat beslissingen genomen worden in het vennootschapsbelang. Deze samenstelling wordt bepaald op basis van de noodzakelijke diversiteit en complementariteit inzake bekwaamheden, ervaring en kennis. In het Corporate Governance Hoofdstuk in het jaarverslag (hierna "CG Hoofdstuk in het jaarverslag" genoemd) wordt een lijst gepubliceerd van de leden van de raad van bestuur.

**Richtlijn** De raad van bestuur is klein genoeg met het oog op een efficiënte besluitvorming en groot genoeg opdat zijn leden ervaring en kennis kunnen aandragen uit diverse domeinen en opdat wijzigingen in de samenstelling van de raad ongehinderd kunnen worden opgevangen.

2.2. De besluitvorming binnen de raad van bestuur mag niet gedomineerd worden door een individu, noch door een groep van bestuurders. Niemand mag een overdreven beslissingsbevoegdheid hebben. Minstens de helft van de raad van bestuur bestaat uit niet-uitvoerende bestuurders, en minstens drie van hen zijn onafhankelijk.

**Richtlijn** Een niet-uitvoerend bestuurder is elk lid van de raad die geen uitvoerende taken vervult binnen de vennootschap.

2.3. Om als onafhankelijk te kunnen worden beschouwd, dient een bestuurder vrij te zijn van enige commerciële, nauwe familie- of andere banden met de vennootschap, de controlerende aandeelhouders of het management van één van beide, die aanleiding geven tot belangenconflicten waardoor het onafhankelijk oordeel van deze bestuurder beïnvloed wordt.

**Richtlijn** Een controlerend aandeelhouder is een aandeelhouder die alleen of gezamenlijk, rechtstreeks of onrechtstreeks, controle uitoefent over een vennootschap in de zin van artikel 5 van het Wetboek van Vennootschappen. Bij het beoordelen van deze onafhankelijkheid wordt rekening gehouden met de criteria opgenomen in Bijlage A.

De vennootschap maakt bekend welke bestuurders ze als onafhankelijk beschouwt. Als aan één of meer criteria in Bijlage A niet is voldaan, maakt de vennootschap bekend waarom ze deze bestuurder toch als onafhankelijk beschouwt. Elke onafhankelijk bestuurder die niet langer voldoet aan de onafhankelijkheidsvereisten, brengt de raad van bestuur hiervan onmiddellijk op de hoogte.

2.4. De voorzitter van de raad van bestuur geeft leiding aan de raad van bestuur. Hij of zij neemt de nodige maatregelen met het oog op de totstandkoming van een klimaat van vertrouwen binnen de raad van bestuur, dat bijdraagt tot een open discussie, opbouwende kritiek en steun voor de besluiten van de raad.

**Richtlijn** De voorzitter stimuleert een daadwerkelijke interactie tussen de raad van bestuur en het uitvoerend management.

**Richtlijn** De raad van bestuur mag aan de voorzitter andere specifieke verantwoordelijkheden toevertrouwen.

2.5. De voorzitter legt de agenda van de raadsvergaderingen vast - na overleg met de CEO - en ziet erop toe dat de procedures met betrekking tot de voorbereiding, de beraadslaging, de goedkeuring van resoluties en de uitvoering van de besluiten correct verlopen. De notulen van de vergadering geven een samenvatting van de besprekingen, specificeren de besluiten die werden genomen en maken melding van het eventuele voorbehoud van bepaalde bestuurders.

**Richtlijn** De agenda bevat een lijst van te behandelen onderwerpen, en specificeert of deze ter informatie, ter beraad of ter besluitvorming werden opgenomen.

2.6. De voorzitter ziet erop toe dat de bestuurders accurate, tijdige en duidelijke informatie ontvangen vóór de vergaderingen, en indien nodig, tussen de vergaderingen in. Met betrekking tot de raad van bestuur ontvangen alle bestuurders dezelfde informatie.

**Richtlijn** De voorzitter zorgt ervoor dat alle bestuurders met kennis van zaken kunnen bijdragen tot de besprekingen in de raad van bestuur en dat er voldoende tijd is voor beschouwing en discussie alvorens tot een besluit te komen.

**Richtlijn** Bestuurders hebben toegang tot onafhankelijk professioneel advies op kosten van de vennootschap, op voorwaarde dat gehandeld wordt in overeenstemming met de procedure die terzake door de raad van bestuur werd vastgelegd.

2.7. Het aantal bijeenkomsten van de raad van bestuur en van zijn comités, alsook de individuele aanwezigheidsgraad van de bestuurders op deze bijeenkomsten, wordt bekendgemaakt in het CG Hoofdstuk in het jaarverslag.

**Richtlijn** De raad van bestuur komt vaak genoeg bijeen opdat hij zijn opdrachten doeltreffend kan vervullen.

2.8. De raad van bestuur stelt een secretaris van de vennootschap aan die rapporteert aan de raad van bestuur omtrent de wijze waarop de procedures, regels en reglementen van de raad worden opgevolgd en nageleefd. Indien nodig wordt de secretaris van de vennootschap bijgestaan door de bedrijfsjurist. Bestuurders hebben individueel toegang tot de secretaris van de vennootschap.

### PRINCIPE 3

3.1. Voor alle bestuurders, zowel de uitvoerende als de niet-uitvoerende, en voor deze laatste ongeacht of zij al dan niet onafhankelijk zijn, is het noodzakelijk dat zij beslissen op basis van een onafhankelijk oordeel.

3.2. De bestuurders zorgen ervoor dat zij gedetailleerde en accurate informatie ontvangen, die zij grondig bestuderen teneinde de voornaamste aspecten van de ondernemingsactiviteit grondig te kunnen en te blijven beheersen. Zij vragen om verduidelijking telkens wanneer zij dit noodzakelijk achten.

3.3. Hoewel zij deel uitmaken van hetzelfde collegiaal orgaan, vervullen zowel de uitvoerende als de niet-uitvoerende bestuurders elk een specifieke en complementaire rol in de raad van bestuur.

**Richtlijn** De uitvoerende bestuurders voorzien de raad van bestuur van alle relevante zakelijke en financiële informatie opdat deze laatste zijn rol effectief kan vervullen.

**Richtlijn** De niet-uitvoerende bestuurders stellen de strategie en de voornaamste beleidslijnen, zoals voorgesteld door het uitvoerend management, op een kritische en constructieve wijze ter discussie, en helpen deze verder uitwerken.

**Richtlijn** De niet-uitvoerende bestuurders bekijken nauwkeurig de prestaties van het uitvoerend management in het licht van de overeengekomen doelstellingen.

3.4. Bestuurders mogen de informatie waarover zij beschikken in hun hoedanigheid van bestuurder enkel gebruiken in het kader van hun mandaat.

**Richtlijn** Bestuurders dienen omzichtig om te springen met de vertrouwelijke informatie die zij hebben ontvangen in hun hoedanigheid van bestuurder.

3.5. Elke bestuurder regelt zijn persoonlijke en zakelijke belangen zó dat er geen rechtstreekse of onrechtstreekse belangenconflicten met de vennootschap ontstaan. Alle bestuurders brengen de raad van bestuur op de hoogte van belangenconflicten wanneer deze ontstaan en onthouden zich van de stemming over deze aangelegenheden, in overeenstemming met de relevante bepalingen van het Wetboek van Vennootschappen. Elke onthouding omwille van een belangenconflict wordt openbaar gemaakt in overeenstemming met de relevante bepalingen van het Wetboek van Vennootschappen.

3.6. De raad van bestuur stelt een beleid op betreffende transacties tussen de vennootschap, met inbegrip van haar verbonden vennootschappen, en haar bestuurders die niet onder de belangenconflictenregeling vallen. Dit beleid wordt bekendgemaakt in het CG Charter. Toelichtingen bij de toepassing van dit beleid worden bekendgemaakt in het CG Hoofdstuk in het jaarverslag. Transacties tussen de vennootschap en haar bestuurders dienen tegen de gebruikelijke marktvoorwaarden plaats te vinden.

3.7. De vennootschap neemt alle nodige en nuttige maatregelen om in overeenstemming te zijn met Richtlijn 2003/6/EC betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik). In dit verband schikt zij zich op zijn minst naar de bepalingen en richtlijnen opgenomen in Bijlage B.

## PRINCIPE 4

### **Voordracht en benoeming**

4.1. Er dient een rigoureuze en transparante procedure te bestaan voor de efficiënte benoeming en herbenoeming van bestuurders. De raad van bestuur stelt benoemingsprocedures en selectiecriteria op voor de bestuurders, waarbij specifieke regels kunnen gelden voor uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders.

4.2. De voorzitter van de raad van bestuur of een andere niet-uitvoerende bestuurder leidt het benoemingsproces. Het benoemingscomité beveelt de raad van bestuur geschikte kandidaten aan. De raad van bestuur doet dan voorstellen tot benoeming of herbenoeming aan de algemene vergadering.

4.3. Voor elke nieuwe benoeming in de raad van bestuur gebeurt er een evaluatie van de bekwaamheden, kennis en ervaring die reeds aanwezig zijn in de raad en deze die nodig zijn. In het licht van deze evaluatie wordt een beschrijving uitgewerkt van de vereiste rol, bekwaamheden, kennis en ervaring (ook 'profiel' genoemd).

4.4. In het geval van een nieuwe benoeming vergewist de voorzitter zich ervan dat de raad van bestuur - alvorens de kandidatuur te overwegen - over voldoende informatie beschikt over de kandidaat, zoals het curriculum vitae, de beoordeling van de kandidaat op basis van een



eerste gesprek, een lijst van de functies die de kandidaat reeds vervult en eventueel de informatie die nodig is voor de evaluatie van de onafhankelijkheid van de kandidaat.

4.5. Niet-uitvoerende bestuurders worden terdege bewust gemaakt van de omvang van hun plichten op het ogenblik dat zij zich kandidaat stellen, voornamelijk wat de tijdbesteding in het kader van hun opdracht aangaat. Zij mogen niet meer dan vijf bestuursmandaten in beursgenoteerde vennootschappen in overweging nemen. Eventuele wijzigingen in hun andere relevante engagementen en nieuwe engagementen buiten de vennootschap, worden ten gepaste tijde aan de voorzitter van de raad van bestuur gemeld.

**Richtlijn** Niet-uitvoerende bestuurders maken dat zij over voldoende tijd beschikken om te voldoen aan wat van hen verwacht wordt, rekening houdend met het aantal en het belang van hun diverse andere engagementen.

4.6. Elk voorstel tot benoeming van een bestuurder door de algemene vergadering wordt vergezeld van een aanbeveling door de raad van bestuur, gebaseerd op het advies van het benoemingscomité. Het voorstel maakt melding van de voorgestelde duur van het mandaat, die niet meer dan vier jaar mag bedragen, en wordt vergezeld van relevante informatie over de professionele kwaliteiten van de kandidaat, samen met een lijst van de functies die de kandidaat reeds vervult. De raad geeft aan of de kandidaat voldoet aan de onafhankelijkheidscriteria. Onverminderd de geldende wetsbepalingen terzake worden voorstellen tot benoeming minstens 24 dagen vóór de algemene vergadering bekend gemaakt, samen met de andere agendapunten. Deze bepaling geldt ook voor de voorstellen tot benoeming die uitgaan van aandeelhouders.

4.7. De raad stelt zijn eigen voorzitter aan.

## **Vorming**

4.8. De voorzitter zorgt ervoor dat nieuw benoemde bestuurders een gepaste initiële vorming krijgen opdat zij snel kunnen bijdragen tot de raad van bestuur.

**Richtlijn** Het initiële vormingsproces helpt de bestuurder inzicht te verwerven in de fundamentele kenmerken van de vennootschap, met inbegrip van haar bestuur, strategie, voornaamste beleidslijnen, financiële en zakelijke uitdagingen.

4.9. Voor bestuurders die lid worden van een comité van de raad van bestuur, omvat de initiële vorming een omschrijving van de specifieke rol en opdrachten van dit comité, alsook alle andere informatie die verband houdt met de specifieke rol van het betrokken comité.

**Richtlijn** Voor nieuwe leden van het auditcomité dient dit initiële vormingsprogramma het intern reglement van het auditcomité te omvatten en een overzicht te verschaffen van de organisatie van de interne controle en de systemen voor risicobeheer van de vennootschap. Zij dienen in het bijzonder volledige informatie te ontvangen over de specifieke boekhoudkundige, financiële en operationele kenmerken van de vennootschap. Een ontmoeting met de commissaris en het betrokken personeel van de vennootschap maakt ook deel uit van deze initiële vorming.

4.10. Bestuurders dienen hun bekwaamheden alsook hun kennis over de vennootschap bij te schaven teneinde hun rol te kunnen vervullen, zowel in de raad van bestuur als in de comités van de raad.

**Richtlijn** De nodige middelen dienen ter beschikking gesteld te worden voor de ontwikkeling en de actualisering van de kennis en bekwaamheden van de bestuurders.

## **Evaluatie**

4.11. Onder leiding van zijn voorzitter evalueert de raad van bestuur regelmatig (bij voorbeeld minstens om de 2 tot 3 jaar) zijn omvang, samenstelling en werking, alsook de interactie met het uitvoerend management.

**Richtlijn** Een regelmatige evaluatie door de raad van bestuur van zijn eigen doeltreffendheid dient te leiden tot een voortdurende verbetering van het bestuur van de vennootschap.

**Richtlijn** Dit evaluatieproces dient vier doelstellingen te beogen:

- beoordelen hoe de raad van bestuur werkt;
- nagaan of de belangrijke onderwerpen grondig worden voorbereid en besproken;
- de daadwerkelijke bijdrage van elke bestuurder, zijn of haar aanwezigheid bij de raads- en comitévergaderingen en zijn constructieve betrokkenheid bij de besprekingen en de besluitvorming beoordelen;
- de huidige samenstelling van de raad van bestuur beoordelen in het licht van de gewenste samenstelling van de raad.

**Richtlijn** Hoewel evaluatie een verantwoordelijkheid is van de raad van bestuur, wordt de raad bij deze evaluatie bijgestaan door het benoemingscomité en mogelijk ook door externe deskundigen.

4.12. De niet-uitvoerende bestuurders evalueren geregeld (bij voorkeur één keer per jaar) hun interactie met het uitvoerend management. Daartoe komen zij minstens éénmaal per jaar bijeen in afwezigheid van de CEO en de andere uitvoerende bestuurders.

4.13. De bijdrage van elke bestuurder wordt periodiek geëvalueerd om - rekening houdend met wijzigende omstandigheden

- de samenstelling van de raad van bestuur te kunnen aanpassen. In geval van een herbenoeming vindt er een evaluatie plaats van het engagement en de effectiviteit van de bestuurder, conform een vooraf bepaalde en transparante procedure.

**Richtlijn** Bijzondere aandacht dient uit te gaan naar de evaluatie van de voorzitter van de raad van bestuur en van de voorzitters van de comités.

4.14. De raad van bestuur handelt op basis van de resultaten van de evaluatie door zijn sterktes te onderscheiden en zijn zwaktes aan te pakken. Desgevallend houdt dit in dat er nieuwe leden ter benoeming worden voorgedragen, dat wordt voorgesteld om bestaande leden niet te herbenoemen of dat maatregelen worden genomen die nuttig worden geacht voor de doeltreffende werking van de raad van bestuur.

**Richtlijn** De raad van bestuur vergewist zich ervan dat de nodige maatregelen zijn getroffen om te zorgen voor een ordentelijke opvolging van de raadsleden. Voorts zorgt hij ervoor dat alle benoemingen en herbenoemingen, zowel van uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders, het mogelijk maken om een gepast evenwicht van bekwaamheden en ervaring in de raad van bestuur in stand te houden.

## PRINCIPE 5

5.1. De raad van bestuur richt gespecialiseerde comités op om bepaalde specifieke aangelegenheden te analyseren en de raad hierover te adviseren. De besluitvorming berust bij de raad, die collegiaal bevoegd blijft. De raad van bestuur legt het intern reglement van elk comité vast, waarin de rol, de samenstelling en de werking van elk comité gedetailleerd worden, en neemt dit intern reglement op in het CG Charter.

5.2. De raad van bestuur richt een auditcomité op dat de raad bijstaat bij het vervullen van zijn toezichtopdracht met het oog op een controle in de ruimste betekenis van het woord. Het auditcomité voldoet aan de bepalingen in Bijlage C.

5.3. De raad van bestuur richt een benoemingscomité op in overeenstemming met de bepalingen in Bijlage D.

5.4. De raad van bestuur richt een remuneratiecomité op in overeenstemming met de bepalingen in Bijlage E.

**Richtlijn** Het remuneratiecomité en het benoemingscomité mogen worden samengevoegd op voorwaarde dat dit gezamenlijke comité voldoet aan de vereisten inzake samenstelling van het remuneratiecomité.

5.5. De voorzitter van de raad van bestuur ziet erop toe dat de raad leden en een voorzitter aanstelt voor elk comité. Elk comité bestaat uit minstens drie leden. De duur van het mandaat als lid van een comité mag de duur van het lidmaatschap van de raad van bestuur niet overtreffen.

**Richtlijn** Bij het beslissen over de concrete samenstelling van een comité wordt er aandacht besteed aan de specifieke behoeften en kwaliteiten die nodig zijn voor de optimale werking van dat comité.

**Richtlijn** Elk comité kan naar keuze niet-leden uitnodigen om de vergaderingen bij te wonen.

5.6. Comités van de raad van bestuur hebben de mogelijkheid om op kosten van de vennootschap extern professioneel advies in te winnen, nadat de voorzitter van de raad van bestuur hiervan werd ingelicht.

5.7. Na elke comitévergadering ontvangt de raad van bestuur van elk comité een verslag over haar bevindingen en aanbevelingen.

## PRINCIPE 6

6.1. De raad van bestuur legt, in nauw overleg met de CEO, het intern reglement van het uitvoerend management vast, waarin de verantwoordelijkheden, de verplichtingen, de bevoegdheden, de samenstelling en de werking van het uitvoerend management gedetailleerd worden. Dit intern reglement wordt opgenomen in het CG Charter.

6.2. Het uitvoerend management omvat op zijn minst alle uitvoerende bestuurders. Indien een managementcomité bestaat, behoren ook alle leden van dat managementcomité tot het uitvoerend management, ongeacht of dit comité al dan niet werd opgericht conform artikel 524bis van het Wetboek van Vennootschappen. In het CG Hoofdstuk in het jaarverslag wordt een lijst gepubliceerd van de leden van het uitvoerend management.

6.3. Tenzij anders bepaald door de raad van bestuur, assisteert het benoemingscomité de raad van bestuur in de benoeming en de successieplanning van het uitvoerend management.

6.4. De raad van bestuur verleent het uitvoerend management voldoende bevoegdheden zodat het zijn verantwoordelijkheden en plichten kan uitvoeren. Het uitvoerend management dient over voldoende bewegingsruimte te beschikken om een ondernemingsstrategie voor te stellen en te implementeren, met inachtneming van de waarden van de vennootschap, haar risicobereidheid en voornaamste beleidslijnen.

6.5. Het uitvoerend management:

- wordt met de leiding van de vennootschap belast;
- zorgt voor de totstandkoming van interne controles (dit zijn systemen voor het identificeren, evalueren, beheren en opvolgen van financiële en andere risico's), onverminderd de toezichthoudende rol van de raad van bestuur;
- is verantwoordelijk voor de volledige, tijdige, betrouwbare en accurate voorbereiding van de jaarrekening van de vennootschap, overeenkomstig de boekhoudprincipes en -beleidslijnen van de vennootschap;
- geeft de raad van bestuur een evenwichtige en begrijpelijke beoordeling van de financiële situatie van de vennootschap;
- bezorgt de raad van bestuur ten gepaste tijde alle informatie die de raad nodig heeft om zijn plichten uit te voeren;
- legt aan de raad van bestuur verantwoording af over de uitoefening van zijn verantwoordelijkheden.

6.6. Duidelijke procedures dienen te bestaan voor:

- de voorstellen van het uitvoerend management nopens beslissingen die de raad van bestuur moet nemen;
- de besluitvorming door het uitvoerend management;
- de rapportering aan de raad van bestuur van de voornaamste beslissingen genomen door het uitvoerend

management. Deze procedures worden herzien en aangepast indien dit vereist is voor de doeltreffende uitoefening door de raad van bestuur en het uitvoerend management van hun respectievelijke bevoegdheden en plichten.

**Richtlijn** De bevoegdheid om de vennootschap alleen of gezamenlijk te vertegenwoordigen en de omvang en beperkingen van deze bevoegdheid, wordt duidelijk omschreven, rekening houdend met de wijze waarop de raad van bestuur het uitvoerend management belast heeft met het leiden van de vennootschap en met de relevante bepalingen van het Wetboek van Vennootschappen. Alle betrokken partijen zijn volledig op de hoogte van de draagwijdte van deze bevoegdheid.

6.7. Bepaling 3.6. die van toepassing is op transacties tussen de vennootschap en de bestuurders, geldt eveneens voor transacties tussen de vennootschap en de leden van het uitvoerend management.

6.8. Bepaling 3.7. betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie is eveneens van toepassing op de leden van het uitvoerend management.

### PRINCIPE 7

7.1. De remuneratie is voldoende voor het aantrekken, behouden en motiveren van bestuurders en leden van het uitvoerend management die voldoen aan het profiel bepaald door de raad van bestuur.

7.2. De vennootschap maakt haar remuneratiebeleid bekend in haar CG Charter.

#### **Remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders**

7.3. De remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders houdt rekening met hun verantwoordelijkheden en tijdsbesteding.

7.4. Niet-uitvoerende bestuurders ontvangen noch prestatiegebonden remuneratie zoals bonussen of aandelengerelateerde incentiveprogramma's op lange termijn, noch voordelen in natura of voordelen die verbonden zijn aan pensioenplannen.

**Richtlijn** Op grond van de Belgische wetgeving kan elk bestuursmandaat “ad nutum” (op elk ogenblik) worden beëindigd, zonder enige vorm van vergoeding.

7.5. In het CG Hoofdstuk in het jaarverslag maakt de vennootschap op individuele basis het bedrag van de remuneratie en andere voordelen bekend die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, aan de niet-uitvoerende bestuurders werden toegekend.

#### **Remuneratie van uitvoerende bestuurders**

7.6. De bepalingen omtrent de remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders gelden voor de uitvoerende bestuurders in hun hoedanigheid van bestuurder.

7.7. De bepalingen omtrent de remuneratie van het uitvoerend management gelden voor de uitvoerende bestuurders in hun hoedanigheid van uitvoerend manager.

#### **Remuneratie van het uitvoerend management**

7.8. De raad van bestuur stelt formele en transparante procedures op met betrekking tot de remuneratie van de leden van het uitvoerend management. Niemand beslist over zijn of haar eigen remuneratie.

7.9. De raad van bestuur bepaalt het bezoldigingsbeleid voor het uitvoerend management.

**Richtlijn** Het niveau en de structuur van de remuneratie van het uitvoerend management is dusdanig dat gekwalificeerde en deskundige professionals aangetrokken, behouden en gemotiveerd kunnen worden, rekening houdend met de aard en de draagwijdte van hun individuele verantwoordelijkheden.

7.10. Indien een lid van het uitvoerend management ook uitvoerend bestuurder is, wordt bij de bepaling van zijn remuneratie rekening gehouden met de vergoeding die hij in deze laatste hoedanigheid ontvangt.

7.11. Teneinde de belangen van de leden van het uitvoerend management af te stemmen op die van de vennootschap en haar aandeelhouders, wordt een gepast deel van hun remuneratiepakket gekoppeld aan de prestaties van het bedrijf en de individuele prestaties.

7.12. Indien leden van het uitvoerend management in aanmerking komen voor een bonus, dient de toekenning ervan afhankelijk te zijn van relevante en objectieve prestatiecriteria ontwikkeld om de waarde van de vennootschap positief te beïnvloeden. Er worden evaluatie- en beoordelingsprocedures opgesteld met betrekking tot de prestaties van de leden van het uitvoerend management.

7.13. Systemen op basis waarvan de leden van het uitvoerend management worden vergoed in de vorm van aandelen, aandelenopties of elk ander recht om aandelen te verwerven, worden vooraf door de aandeelhouders goedgekeurd via een resolutie op de jaarlijkse algemene vergadering. Deze goedkeuring dient te slaan op het systeem zelf maar niet op de individuele toekenning van aandelengebonden vergoedingen onder het plan.

**Richtlijn** In principe worden tijdens de eerstvolgende drie jaar na de toekenning ervan toegekende aandelen niet als verworven beschouwd en opties niet uitgeoefend.

7.14. Het remuneratiecomité bespreekt minstens één keer per jaar met de CEO de werking en de prestaties van het uitvoerend management. De CEO is niet aanwezig bij de bespreking van zijn of haar eigen evaluatie. De evaluatiecriteria worden duidelijk omschreven.

7.15. In het CG Hoofdstuk in het jaarverslag maakt de vennootschap op individuele basis het bedrag van de remuneratie en andere voordelen bekend die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, werden toegekend aan de CEO. Bij de openbaarmaking van deze informatie wordt een onderscheid gemaakt tussen:

- het basissalaris;
- de variabele remuneratie: alle bonussen die verband houden met het betrokken boekjaar;
- de overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten voor pensioenen, verzekeringen, de geldwaarde van de andere voordelen in natura, met een toelichting over en eventueel de bedragen van de voornaamste componenten.

7.16. In het CG Hoofdstuk in het jaarverslag maakt de vennootschap op globale basis het bedrag van de remuneratie en andere voordelen bekend die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, werden toegekend aan de andere leden van het uitvoerend management. Bij de openbaarmaking van deze informatie wordt een onderscheid gemaakt tussen:

- het basissalaris;
- de variabele remuneratie: alle bonussen die verband houden met het betrokken boekjaar;
- de overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten voor pensioenen, verzekeringen, de geldwaarde van de andere voordelen in natura, met een toelichting over en eventueel de bedragen van de voornaamste componenten.

7.17. In het CG Hoofdstuk in het jaarverslag wordt zowel voor de CEO als voor de andere leden van het uitvoerend management individuele basis het aantal en de voornaamste kenmerken bekend gemaakt van de aandelen, de aandelenopties of de andere rechten om aandelen te verwerven, die in de loop van het jaar werden toegekend.

7.18. De vennootschap maakt in het CG Hoofdstuk in het jaarverslag de voornaamste contractuele bepalingen bekend van aanwervings- en vertrekregelingen die werden afgesproken met de leden van het uitvoerend management.

**Richtlijn** Verplichtingen omtrent vergoedingen in het kader van vervroegde vertrekregelingen worden nauwgezet onderzocht. Het is niet de bedoeling dat zwakke prestaties worden beloond.

## PRINCIPE 8

### **Informatie voor de aandeelhouders**

8.1. De vennootschap draagt zorg voor een gelijke behandeling van alle aandeelhouders. Zij maakt dat alle noodzakelijke faciliteiten en informatie voorhanden zijn opdat de aandeelhouders hun rechten kunnen uitoefenen.

**Richtlijn** De vennootschap gaat met de aandeelhouders een dialoog aan, gebaseerd op een wederzijds begrip voor elkaars doelstellingen en verzuchtingen.

8.2. De vennootschap wijdt een specifiek deel van haar website aan het omschrijven van de rechten van de aandeelhouders inzake deelname aan en stemrecht op de algemene vergadering. Dit deel bevat tevens een tijdschema met betrekking tot de periodieke informatieverstrekking en de algemene vergaderingen.

8.3. De statuten en het CG Charter zijn op elk ogenblik beschikbaar.

8.4. De vennootschap maakt in haar CG Charter haar aandeelhouders- en controlestructuur bekend, alsook alle kruisparticipaties van meer dan 5% van de aandelen of stemrechten, voor zover ze daarvan kennis heeft en zodra ze daaromtrent over de relevante informatie beschikt.

8.5. De vennootschap maakt in haar CG Charter de identiteit van haar belangrijkste aandeelhouders bekend, met een beschrijving van hun stemrechten en bijzondere controlerechten, alsook, wanneer zij in onderling overleg optreden, een omschrijving van de voornaamste elementen van bestaande aandeelhoudersovereenkomsten. De vennootschap maakt ook andere rechtstreekse en onrechtstreekse banden tussen de vennootschap en de belangrijkste aandeelhouders bekend.

### **Algemene vergaderingen**

8.6. De algemene vergaderingen worden gebruikt om te communiceren met de aandeelhouders en om hun betrokkenheid te stimuleren. De aandeelhouders die niet aanwezig zijn, dienen in de mogelijkheid te zijn om in absentia te stemmen, via volmacht bijvoorbeeld.

**Richtlijn** De vennootschap zou in dit verband ook rekening kunnen houden met de specifieke aspecten van de uitoefening van rechten door niet in België residerende aandeelhouders. Binnen het bestaande wettelijke kader overweegt de vennootschap of moderne technologie een oplossing kan bieden voor sommige praktische aspecten en of een gepaste benadering in dit verband kan worden gerealiseerd.

**Richtlijn** Alleen of samen met andere beursgenoteerde vennootschappen dient de vennootschap met de financiële tussenpersonen methodes te bespreken die een grotere deelname aan de algemene vergadering kunnen bewerkstelligen.

8.7. De vennootschap maakt de relevante informatie via elektronische weg beschikbaar vóór de algemene vergadering.

8.8. Bij het bijeenroepen van algemene vergaderingen verschaft de vennootschap voldoende toelichting bij de agendapunten en de resoluties die door de raad van bestuur naar voor worden gebracht. Bovenop de formaliteiten die het Wetboek van Vennootschappen in dit verband oplegt, maakt de vennootschap gebruik van haar website om alle relevante informatie en documentatie over de uitoefening door de aandeelhouders van hun stemrecht bekend te maken.

8.9. Het vereiste percentage aandelen dat een aandeelhouder moet bezitten om voorstellen te kunnen indienen voor de algemene vergadering, mag niet meer dan 5% van het kapitaal bedragen.

8.10. De voorzitter doet het nodige opdat relevante vragen van aandeelhouders beantwoord worden. Tijdens de algemene vergadering antwoorden de bestuurders op vragen die de aandeelhouders hen stellen over het jaarverslag of de agendapunten.

**Richtlijn** Onder leiding van de voorzitter van de raad van bestuur antwoorden de bestuurders op deze vragen, voor zover de antwoorden geen ernstige nadeel zouden berokkenen aan de vennootschap, haar aandeelhouders of het personeel van de vennootschap.

8.11. De vennootschap publiceert de resultaten van de stemmingen en de notulen van de algemene vergadering zo snel mogelijk na de vergadering op haar website.

### **Vennootschappen met één of meer controlerende aandeelhouders**

8.12. In vennootschappen met één of meer controlerende aandeelhouders streeft de raad van bestuur ernaar dat de controlerende aandeelhouders weloverwogen gebruik maken van hun positie en dat zij de rechten en belangen van de minderheidsaandeelhouders respecteren.

### **Beleggers**

8.13. Aangezien voor de afdwingbaarheid van de flexibele 'pas toe of leg uit'-benadering van deze Code werd uitgegaan van controle door de markt, dient de raad van bestuur de beleggers, en in het bijzonder de institutionele beleggers, te motiveren om een belangrijke rol te spelen in het zorgvuldig evalueren van de corporate governance van de vennootschap. De raad van bestuur streeft ernaar dat de institutionele en andere beleggers belang hechten aan alle relevante factoren waarop hun aandacht wordt gevestigd.

**Richtlijn** De voorzitter vraagt de institutionele beleggers om uitleg over hun stemgedrag.

8.14. De raad van bestuur streeft ernaar dat beleggers de verklaringen die worden gegeven om van deze Code af te wijken, zorgvuldig in overweging nemen, en in alle gevallen een beredeneerd oordeel vellen. De raad van bestuur gaat met de beleggers in dialoog indien deze, rekening houdend met de omvang en de complexiteit van de vennootschap, alsook met de aard van de risico's en uitdagingen waarmee zij te maken krijgt, het standpunt van de vennootschap niet aanvaarden.

## PRINCIPE 9

9.1. De vennootschap stelt een CG Charter op waarin de voornaamste aspecten van haar corporate governance beleid worden beschreven, waaronder op zijn minst de elementen opgesomd in de bepalingen van Bijlage F.

9.2. De vennootschap verklaart in haar CG Charter dat ze de in deze Code vervatte Corporate Governance Principles volgt.

9.3. Het CG Charter wordt zo vaak als nodig geactualiseerd zodat het op elk ogenblik een correct beeld geeft van het bestuur van de vennootschap. Het CG Charter is beschikbaar op de website van de vennootschap, met vermelding van de datum van de meest recente update.

9.4. De vennootschap neemt in haar jaarverslag een CG Hoofdstuk op waarin alle relevante corporate governance gebeurtenissen worden vermeld die zich tijdens het beschouwde jaar hebben voorgedaan. Dit document bevat op zijn minst de elementen opgesomd in de bepalingen van Bijlage F. Indien de vennootschap één of meer bepalingen van deze Code niet volledig naleeft, legt zij uit waarom in het CG Hoofdstuk in haar jaarverslag.

9.5. Wanneer er koersgevoelige informatie of informatie die verband houdt met wijzigingen in de rechten van de aandeelhouders ontstaat, maakt de vennootschap dit onmiddellijk bekend.

Richtlijn Koersgevoelige informatie of informatie die verband houdt met wijzigingen in de rechten van de aandeelhouders wordt begrepen in de zin van artikel 6, §1 van het Koninklijk Besluit van 31 maart 2003 aangaande de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt.

#### BIJLAGE A: ONAFHANKELIJKHEIDSCRITERIA

2.3./1. De beoordeling van de onafhankelijkheid gebeurt met inachtneming van de volgende criteria:

- geen uitvoerend of gedelegeerd bestuurder zijn van de vennootschap of van een verbonden vennootschap, en gedurende de voorbije drie jaar een dergelijke functie niet hebben vervuld;
- geen werknemer zijn van de vennootschap of van een verbonden vennootschap, en gedurende de voorbije drie jaar een dergelijke functie niet hebben vervuld;
- geen betekenisvolle aanvullende remuneratie ontvangen of hebben ontvangen van de vennootschap of een verbonden vennootschap, buiten de vergoeding ontvangen als niet-uitvoerend bestuurder;
- geen controlerend aandeelhouder zijn of een aandeelhouder die meer dan 10% van de aandelen bezit, en geen bestuurder of uitvoerend manager van een dergelijke aandeelhouder zijn;
- geen significante commerciële banden hebben of gedurende het laatste jaar hebben gehad met de vennootschap of een verbonden vennootschap, hetzij rechtstreeks of als vennoot, aandeelhouder, bestuurder of hoger kaderlid van een entiteit die een dergelijke relatie onderhoudt;
- geen vennoot of werknemer zijn of gedurende de voorbije drie jaar zijn geweest van de huidige of vroegere commissaris van de vennootschap of een verbonden vennootschap;
- geen uitvoerend of gedelegeerd bestuurder zijn van een andere vennootschap waarin een uitvoerend of gedelegeerd bestuurder van de vennootschap een niet-uitvoerend bestuurder of gedelegeerd bestuurder is, en geen andere betekenisvolle banden hebben met uitvoerende bestuurders van de vennootschap op grond van de betrokkenheid bij andere vennootschappen of entiteiten;
- in de raad van bestuur geen functie hebben uitgeoefend als niet-uitvoerend bestuurder voor meer dan drie termijnen;
- geen naast familielid van een uitvoerend of gedelegeerd bestuurder zijn of van personen die zich in één van bovenstaande omstandigheden bevinden.

2.3./2. Wanneer zulks wettelijk vereist is, past de vennootschap de criteria van artikel 524 van het Wetboek van Vennootschappen toe.

#### BIJLAGE B. TRANSACTIES IN AANDELEN EN OVEREENSTEMMING MET RICHTLIJN 2003/6/EC BETREFFENDE HANDEL MET VOORWETENSCHAP EN MARKTMANIPULATIE (MARKTMISBRUIK)

3.7./1. Aangaande transacties voor eigen rekening in aandelen of andere financiële instrumenten van de vennootschap (“effecten van de vennootschap”) door bestuurders en andere aangeduide personen stelt de raad van bestuur een reeks regels op (de “Regels”) met betrekking tot het uitvoeren van dergelijke transacties en de openbaarmaking ervan. De Regels preciseren welke informatie betreffende deze transacties aan de markt moet worden meegedeeld.



**Richtlijn** De Regels leggen beperkingen op inzake het uitvoeren van transacties in effecten van de vennootschap tijdens welbepaalde periodes vóór de openbaarmaking van de financiële resultaten (“gesloten periodes”) of tijdens alle andere als gevoelig beschouwde periodes (“sperperiodes”).

**Richtlijn** De raad van bestuur zorgt voor de aanstelling van een compliance officer met de verantwoordelijkheden en plichten die hem door de Regels worden toegekend. De compliance officer ziet onder meer toe op de naleving van deze Regels door de bestuurders en de andere aangeduide personen.

**Richtlijn** De Regels bepalen dat een bestuurder vóór elke transactie in effecten van de vennootschap, de compliance officer in kennis stellen van zijn of haar intentie.

**Richtlijn** Als een bestuurder een transactie uitvoert met effecten van de vennootschap en de compliance officer hiervan op de hoogte werd gebracht, wordt deze transactie overeenkomstig de Regels openbaar gemaakt.

3.7./2. De raad van bestuur bepaalt eveneens op welke andere personen deze Regels van toepassing zijn.

### BIJLAGE C. AUDITCOMITÉ

5.2./1. De raad van bestuur richt een auditcomité op dat uitsluitend bestaat uit niet-uitvoerende bestuurders. Op zijn minst een meerderheid van de leden van dit comité is onafhankelijk. De voorzitter van de raad van bestuur zit het auditcomité niet voor. De raad van bestuur vergewist zich ervan dat het comité over voldoende relevante deskundigheid beschikt, met name in financiële aangelegenheden, opdat het zijn rol effectief kan vervullen.

5.2./2. De raad van bestuur bepaalt de rol van het auditcomité. Het auditcomité brengt geregeld verslag uit aan de raad over de uitoefening van zijn opdrachten. Daarbij wordt melding gemaakt van alle kwesties met betrekking tot dewelke het auditcomité van oordeel is dat er iets moet worden ondernomen of dat verbetering nodig is. Tevens worden er aanbevelingen gedaan omtrent te nemen stappen.

5.2./3. Moedermaatschappijen zien erop toe dat de audit en de rapportering daarover, de groep in haar geheel bestrijkt.

#### **Financiële rapportering**

5.2./4. Het auditcomité houdt toezicht op de integriteit van de financiële informatie die door de vennootschap wordt aangeleverd, in het bijzonder door een beoordeling te maken van de relevantie en het consequent karakter van de boekhoudnormen die de vennootschap en haar groep hanteren, inclusief de criteria voor de consolidatie van de rekeningen van de vennootschappen in de groep. Dit toezicht houdt in dat de nauwkeurigheid, de volledigheid en het consequente karakter van de financiële informatie beoordeeld worden. Dit toezicht bestrijkt de periodieke informatie vóór deze wordt bekendgemaakt en is gebaseerd op een auditprogramma dat door het auditcomité werd goedgekeurd.

5.2./5. Het management licht het auditcomité in over de methodes die worden gebruikt voor het boeken van significante en ongebruikelijke transacties waarvan de boekhoudkundige verwerking vatbaar kan zijn voor diverse benaderingen. In dit verband gaat bijzondere aandacht uit naar zowel het bestaan van, als de rechtvaardiging voor, elke activiteit die de vennootschap ontplooit in offshorecentra en/of via zogenaamde 'special purpose vehicles'.

5.2./6. Het auditcomité bespreekt significante kwesties inzake financiële rapportering met zowel het uitvoerend management als met de commissaris.

#### **Interne controle en risicobeheer**

5.2./7. Minstens éénmaal per jaar onderzoekt het auditcomité de systemen voor interne controle en risicobeheer die werden opgezet door het uitvoerend management, teneinde zich

ervan te verzekeren dat de voornaamste risico's (met inbegrip van de risico's die verband houden met de naleving van bestaande wetgeving en reglementering) behoorlijk worden geïdentificeerd, beheerd en haar ter kennis gebracht.

5.2./8. Het auditcomité kijkt de verklaringen na inzake interne controle en risicobeheer die in het jaarverslag worden opgenomen.

5.2./9. Het auditcomité onderzoekt de specifieke regelingen volgens dewelke personeelsleden van de vennootschap, in vertrouwen, hun bezorgdheid kunnen uiten over mogelijke onregelmatigheden inzake financiële rapportering of andere aangelegenheden. Indien dit noodzakelijk wordt geacht, worden regelingen getroffen voor een onafhankelijk onderzoek en een gepaste opvolging van deze aangelegenheden, en dit in proportie tot de beweerde ernst ervan. Tevens worden regelingen getroffen volgens dewelke personeelsleden de voorzitter van het auditcomité rechtstreeks kunnen inlichten.

### **Intern auditproces**

5.2./10. Er wordt een onafhankelijke interne auditfunctie opgericht die de middelen en de know-how tot haar beschikking heeft welke zijn aangepast aan de aard, de omvang en de complexiteit van de vennootschap. Indien de vennootschap niet beschikt over een interne auditfunctie, wordt minstens jaarlijks nagegaan of daartoe een noodzaak bestaat.

5.2./11. Het auditcomité kijkt het werkprogramma van de interne auditor na, rekening houdend met de complementaire rol van de interne en externe auditfuncties. Het ontvangt de interne auditverslagen of een periodieke samenvatting ervan.

5.2./12. Het auditcomité beoordeelt de doeltreffendheid van de interne audit en doet, in het bijzonder, aanbevelingen aangaande de selectie, benoeming, herbenoeming of het ontslag van het hoofd van de interne audit en aangaanden het budget dat wordt toegewezen aan de interne audit. Het auditcomité gaat tevens na in welke mate het management tegemoet komt aan haar bevindingen en aanbevelingen.

### **Extern auditproces**

5.2./13. Het auditcomité doet aanbevelingen aan de raad van bestuur aangaande de selectie, de benoeming en de herbenoeming van de commissaris en aangaande de voorwaarden voor zijn of haar aanstelling. Conform het Wetboek van Vennootschappen wordt dit voorstel ter goedkeuring voorgelegd aan de aandeelhouders.

5.2./14. Het auditcomité houdt toezicht op de onafhankelijkheid van de commissaris, voornamelijk in het licht van de bepalingen van het Wetboek van Vennootschappen en het Koninklijk Besluit van 4 april 2003. Het comité ontvangt van de commissaris een verslag met daarin een omschrijving van alle banden van de onafhankelijke commissaris met de vennootschap en haar groep.

5.2./15. Het auditcomité gaat ook de aard en de reikwijdte na van de niet-auditdiensten die werden toevertrouwd aan de commissaris. Het comité bepaalt en past een formeel beleid toe inzake de soorten niet-auditdiensten die : a) uitgesloten zijn, b) toelaatbaar zijn na controle door het comité, en c) toelaatbaar zijn zonder een beroep te doen op het comité, rekening houdend met de specifieke vereisten van het Wetboek van Vennootschappen.

5.2./16. Het auditcomité wordt op de hoogte gebracht van het werkprogramma van de commissaris. Het comité wordt tijdig ingelicht over alle kwesties die uit de audit naar voor komen.

5.2./17. Het auditcomité beoordeelt de doeltreffendheid van het extern auditproces en gaat na in welke mate het management tegemoetkomt aan de aanbevelingen die de commissaris in zijn 'management letter' doet.

5.2./18. Het auditcomité stelt een onderzoek in naar de kwesties die aanleiding geven tot de ontslagname van de commissaris en doet aanbevelingen aangaande alle acties die in dat verband vereist zijn.

#### **Werking van het auditcomité**

5.2./19. Het auditcomité komt op zijn minst driemaal per jaar samen. Jaarlijks herzielt het auditcomité haar intern reglement, evalueert het haar eigen doeltreffendheid en doet het aan de raad van bestuur aanbevelingen met betrekking tot de nodige wijzigingen.

5.2./20. Het auditcomité heeft minstens tweemaal per jaar een ontmoeting met de commissaris en de interne auditor, om met hen te overleggen over materies die betrekking hebben op haar intern reglement en over alle aangelegenheden die voortvloeien uit het auditproces.

5.2./21. Het auditcomité beslist of, en zo ja wanneer, de CEO, de chief financial officer (of hogere kaderleden die verantwoordelijk zijn voor financiën, boekhouding en thesaurie), de interne auditor en de commissaris haar vergaderingen bijwonen. Het comité heeft de mogelijkheid om met elke relevante persoon te spreken, zonder dat daarbij een lid van het uitvoerend management aanwezig is.

5.2./22. Naast het handhaven van een doeltreffende werkrelatie met het management, dienen de interne auditor en de commissaris een gewaarborgde vrije toegang te hebben tot de raad van bestuur. Het auditcomité fungeert daartoe als het voornaamste aanspreekpunt voor de interne auditor en de commissaris. De commissaris en het hoofd van de interne audit dienen rechtstreeks en onbeperkt toegang te hebben tot de voorzitter van het auditcomité en tot de voorzitter van de raad van bestuur.

#### BIJLAGE D. BENOEMINGSCOMITÉ

5.3./1. De raad van bestuur richt een benoemingscomité op bestaande uit een meerderheid van onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders.

5.3./2. De voorzitter van de raad van bestuur of een andere niet-uitvoerende bestuurder zit het comité voor.

5.3./3. De voorzitter van de raad van bestuur kan hierin wel betrokken worden, maar hij zit het benoemingscomité niet voor wanneer de keuze van zijn of haar opvolger wordt behandeld.

5.3./4. Het benoemingscomité doet aanbevelingen aan de raad van bestuur inzake de benoeming van bestuurders.

**Richtlijn** Het benoemingscomité zorgt ervoor dat het benoemings- en herbenoemingsproces objectief en professioneel verloopt.

**Richtlijn** Meer specifiek dient het benoemingscomité:

- benoemingsprocedures voor bestuurders uit te werken;
- periodiek de omvang en de samenstelling van de raad van bestuur te evalueren en aan de raad van bestuur aanbevelingen te doen aangaande wijzigingen terzake;
- indien er openstaande bestuursmandaten zijn, kandidaten te zoeken en ter goedkeuring aan de raad van bestuur voor te dragen;
- advies te geven over voorstellen tot benoeming die afkomstig zijn van aandeelhouders;
- opvolgingskwesties terdege in overweging te nemen.

5.3./5. Het benoemingscomité neemt de voorstellen in overweging die worden gedaan door relevante partijen, met inbegrip van het management en de aandeelhouders. Meer in het bijzonder heeft de CEO de mogelijkheid om voorstellen in te dienen bij het benoemingscomité en wordt hij afdoende geadviseerd door dit comité, vooral dan wanneer het kwesties bespreekt die verband houden met uitvoerende bestuurders of het uitvoerend management.

5.3./6. Het benoemingscomité komt op zijn minst tweemaal per jaar samen, en ook telkens wanneer het dit noodzakelijk acht om zijn plichten te vervullen.

### BIJLAGE E. REMUNERATIECOMITÉ

5.4./1. De raad van bestuur richt een remuneratiecomité op dat uitsluitend bestaat uit niet-uitvoerende bestuurders. Op zijn minst een meerderheid van de leden van dit comité is onafhankelijk. De voorzitter van de raad van bestuur of een andere nietuitvoerend bestuurder zit het comité voor.

5.4./2. De CEO neemt deel aan de vergaderingen van het remuneratiecomité wanneer dit de remuneratie van andere leden van het uitvoerende management behandelt.

5.4./3. Het remuneratiecomité doet voorstellen aan de raad omtrent het remuneratiebeleid voor niet-uitvoerende bestuurders, alsook de daaruit voortvloeiende voorstellen die dienen te worden voorgelegd aan de aandeelhouders, en het remuneratiebeleid voor het uitvoerend management.

5.4./4. Het remuneratiebeleid voor het uitvoerend management omvat op zijn minst de volgende elementen:

- de voornaamste contractuele bepalingen, met inbegrip van de belangrijkste kenmerken van pensioenplannen en vertrekregelingen;
- de voornaamste elementen voor het bepalen van de remuneratie, met inbegrip van o het relatieve belang van elke component van de remuneratie;
- o de prestatiecriteria die gelden voor de variabele elementen;
- o de voordelen in natura.

5.4./5. Het remuneratiecomité doet aanbevelingen over de individuele remuneratie van de bestuurders en de leden van het uitvoerend management, met inbegrip van bonussen en langetermijn-incentives, al dan niet gebonden aan aandelen, in de vorm van aandelenopties of andere financiële instrumenten.

5.4./6. Het remuneratiecomité komt op zijn minst tweemaal per jaar samen, en ook telkens wanneer het dit noodzakelijk acht om zijn plichten te vervullen.

### BIJLAGE F. VEREISTEN INZAKE OPENBAARMAKING

[De cijfers tussen haakjes verwijzen naar de bepalingen van de Code.]

#### Het CG Charter

9.1./1. Het CG Charter omvat op zijn minst:

- een omschrijving van de bestuursstructuur van de vennootschap, met inbegrip van het intern reglement van de raad van bestuur [1.1.];
- het door de raad van bestuur uitgewerkte beleid betreffende transacties en andere contractuele banden tussen de vennootschap, met inbegrip van haar verbonden vennootschappen, en haar bestuurders en leden van het uitvoerend management die niet onder de belangenconflictenregeling vallen [3.6.] [6.7.];
- de maatregelen die de vennootschap heeft genomen om in overeenstemming te zijn met Richtlijn 2003/6/EC betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) [3.7]. [6.8.];
- het intern reglement van elk comité [5.1.];
- het intern reglement van het uitvoerend management [6.1.];
- het remuneratiebeleid [7.2.];
- de aandeelhouders- en controlestructuur van de vennootschap, alsook alle kruisparticipaties met meer dan 5% van de aandelen of stemrechten, voor zover ze daarvan kennis heeft en zodra ze daaromtrent over de relevante informatie beschikt [8.4];

- de identiteit van haar belangrijkste aandeelhouders, met een beschrijving van hun stemrechten en bijzondere controlerechten, en wanneer zij in onderling overleg optreden, een beschrijving van de voornaamste elementen van bestaande aandeelhoudersovereenkomsten [8.5];
- alle andere rechtstreekse en onrechtstreekse banden tussen de vennootschap en haar belangrijkste aandeelhouders [8.5].

### Het Corporate Governance Hoofdstuk in het jaarverslag

9.4./1. Het CG Hoofdstuk in het jaarverslag omvat op zijn minst de volgende elementen:

- een lijst van de leden van de raad van bestuur, met vermelding welke bestuurders onafhankelijk zijn [2.1.] [2.3.];
- een lijst van de leden van de comités van de raad van bestuur [5.1]; [5.2.] [5.3.] [5.4.];
- een voorstelling van elke nieuwe bestuurder, met inbegrip van een rechtvaardiging indien de bestuurder geacht wordt onafhankelijk te zijn niettegenstaande hij niet voldoet aan de criteria opgesomd in Bijlage A; [2.3.];
- informatie over bestuurders die niet langer voldoen aan de onafhankelijkheidsvereisten [2.3.];
- een activiteitenverslag van de bijeenkomsten van de raad van bestuur en de comités van de raad, met inbegrip van het aantal bijeenkomsten en de individuele aanwezigheidsgraad van de bestuurders [2.7.];
- een toelichting bij de toepassing van het door de raad van bestuur uitgewerkte beleid betreffende transacties en andere contractuele banden tussen de vennootschap, met inbegrip van haar verbonden vennootschappen, en haar bestuurders en leden van het uitvoerend management die niet onder de belangenconflictenregeling vallen [3.6.] [6.7.];
- een toelichting bij de maatregelen die de vennootschap heeft genomen om in overeenstemming te zijn met Richtlijn 2003/6/EC betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) [3.7.] [6.8.];
- een lijst van de leden van het uitvoerend management [6.2.];
- op individuele basis, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, aan de niet-uitvoerende bestuurders werden toegekend [7.5.];
- op individuele basis, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, werden toegekend aan de CEO. Bij de openbaarmaking van deze informatie wordt een onderscheid gemaakt tussen:
  - het basissalaris;
  - de variabele remuneratie: alle bonussen die verband houden met het betrokken boekjaar;
  - de overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten voor pensioenen, verzekeringen, de geldwaarde van de andere voordelen in natura, met een toelichting over en eventueel de bedragen van de voornaamste componenten [7.15];
- op globale basis, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of door elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep, werden toegekend aan de andere leden van het uitvoerend management. Bij de openbaarmaking van deze informatie wordt een onderscheid gemaakt tussen:
  - het basissalaris;
  - de variabele remuneratie: alle bonussen die verband houden met het betrokken boekjaar;
  - de overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten voor pensioenen, verzekeringen, de geldwaarde van de andere voordelen in natura, met een toelichting over en eventueel de bedragen van de voornaamste componenten [7.16];

- als bepaalde leden van het uitvoerend management ook lid zijn van de raad van bestuur, volledige en gedetailleerde informatie over het bedrag van de remuneratie die zij in die hoedanigheid ontvangen [7.6.];
- voor de CEO en voor de andere leden van het uitvoerend management, op individuele basis, het aantal en de voornaamste kenmerken van de aandelen, de aandelenopties of alle andere rechten om aandelen te verwerven, die in de loop van het jaar werden toegekend [7.17.];
- de voornaamste contractuele bepalingen van aanwervings- en vertrekregelingen die werden afgesproken met leden van het uitvoerend management [7.18.];
- eventuele bepalingen van de Code die gedurende het jaar niet werden nageleefd, en een toelichting omtrent de redenen daarvoor [9.4.].

## De Commissie bestaat uit

### Voorzitter

- Maurice Lippens
  - o Voorzitter, raad van bestuur, Fortis
  - o Bestuurder, Total
  - o Bestuurder, GBL

### Leden

- Olivier Lefebvre
  - o Executive Vice-President, member of the managing board, Euronext N.V.
- Luc Vansteenkiste
  - o Voorzitter, Verbond van Belgische Ondernemingen
  - o Afgevaardigd bestuurder, Recticel
  - o Voorzitter, Spector Photo Group
- Eddy Wymeersch
  - o Voorzitter, Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen
  - o Hoogleraar, Rechtsfaculteit, Universiteit Gent
- Marco Becht
  - o Executive director, European Corporate Governance Institute
  - o Hoogleraar Financiën en Economie, Ecares, Université Libre de Bruxelles
  - o Bestuurder, Fondation des administrateurs
- Pierre-Olivier Beckers
  - o Gedelegeerd bestuurder, Voorzitter Uitvoerend Comité, Delhaize Group
  - o Voorzitter, International vereniging van voedingsdistributeurs
  - o Bestuurder, Belgisch Interfederaal Olympisch Comité
- Didier Bellens
  - o Voorzitter en Chief Executive Officer, Belgacom
- Karel Boone
  - o Gedelegeerd bestuurder, Lotus Bakeries
  - o Bestuurder, UCB
  - o Bestuurder, AXA Belgium
- Daniel Janssen
  - o Voorzitter, raad van bestuur, Solvay
- Axel Miller
  - o Voorzitter, directiecomité, Dexia Bank

- o Lid, directiecomité, Dexia  
Emiel Van Broekhoven
- o Hoogleraar, Universiteit Antwerpen
- o Voorzitter, Vlaamse Federatie van Beleggingsclubs en Beleggers vzw  
Hugo Vandamme
- o Voorzitter Commissie beursgenoteerde vennootschappen, Verbond van Belgische Ondernemingen
- o Voorzitter, raad van bestuur, Roularta
- o Vice-Voorzitter , raad van bestuur, Barco  
Lutgart Van den Berghe
- o Executive director, Instituut voor Bestuurders
- o Buitengewoon hoogleraar Corporate Governance, Universiteit Gent en Vlerick Leuven Gent  
Management School
- o Lid, Raad van Commissarissen, CSM
- o Bestuurder, Electrabel en Belgacom  
Secretaris  
Philippe Lambrecht
- o Secretaris-generaal, Verbond van Belgische Ondernemingen  
Adjunct-secretaris  
Michel van Pée
- o Secretaris-generaal, Fortis

#### SAMENSTELLING VAN DE COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE

Voor het opstellen van deze Code werd de Commissie bijgestaan door:

Christine Darville, bedrijfsjuriste

Patricia Fosselard, lid van de Brusselse balie

Tom Baelden, researcher

Frédéric de Laminne, directeur Euronext Brussel

Kristof Macours, bedrijfsjurist

De Commissie bedankt ook iedereen die advies gaf over specifieke aspecten. □

[www.corporategovernancecommittee.be](http://www.corporategovernancecommittee.be)

Editie 2005

Ontwerp et productie

[www.landmarks.be](http://www.landmarks.be)

Drukwerk

Identic

Verantwoordelijk uitgever

Philippe Lambrecht

Stuiversstraat 8

B - 1000 Brussel

Wettelijk depot

D/0140/2005/1

## Bijlage 2: Deminor Ratings Suez SA

1 May 2002

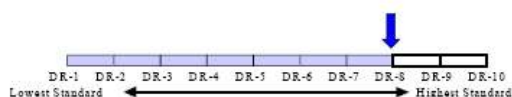
## SUEZ SA

France

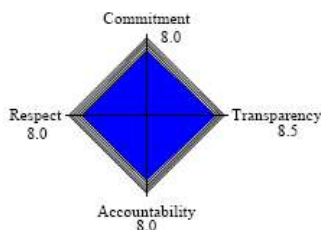
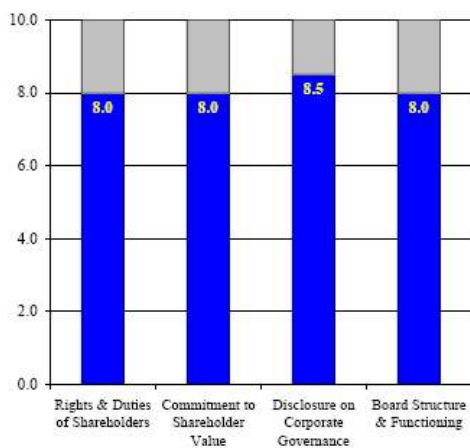
## Rating



## Scale



## Scores for Categories



## Summary

Deminor Rating assigns a DR 8.0 to Suez SA. This Rating reflects the superior overall performance of the company regarding its current corporate governance structures and functioning.

Suez is one of the leading corporate governance actors in Continental Europe and performs particularly well on its disclosure standards.

## Methodology

Deminor Rating was appointed by the Board of Suez SA to perform an assessment of the current corporate governance structures and workings of Suez. Deminor Rating conducts its analysis from a standpoint of independence and objectivity. The rating is based on public and non public information provided by Suez, as well as "one-on-one" interviews with senior management and Board of Directors' representatives.

The Corporate Governance Rating is pursued with reference to Deminor Rating's standards (hereafter, "the Standard"). The Standard is established according to a methodology based on internationally recognised corporate governance standards, developed and continuously updated with major institutional investors who act as opinion leaders in the field of corporate governance. The Standard places Deminor Rating in a unique position to advise companies and investors on corporate governance related issues and ensures that the services conducted by Deminor Rating are closely tied to market expectations.

The Rating and Investor Report is based on current information provided to Deminor Rating until 30 April 2002. The Rating and Investor Report may be changed, suspended or withdrawn as a result of changes in or unavailability of such information.

## Deminor Rating Contact

Jean-Nicolas Caprasse  
+32 2 674 71 10  
jean-nicolas.caprasse@deminor.com  
www.deminor-rating.com

## Company Information

Suez SA  
16 rue de la Ville-1 Evêque  
75383 Paris Cedex 08  
France



**Chairman & CEO**  
Mr Gérard Mestrallet

**Corporate Secretary**  
Mr Philippe de Margerie

**Vice Chairmen**  
Mr Jean Gandois  
Mr Albert Frère

**Senior Vice President Financial Communications**  
Mr Frédéric Michelland  
+33 1 40 06 66 35  
fmichelland@suez.com  
www.suez.com



## Executive Summary

### Overall Performance

Deminor Rating assigns a DR 8.0 to Suez. This rating reflects the superior overall performance of the company regarding its current corporate governance structures and functioning.

Suez is one of the leading corporate governance actors in Continental Europe and performs particularly well in its disclosure standards.

#### 1. Rights & Duties of Shareholders

For this category, Suez scores 8.0 out of 10.

- The One-Share One-Vote principle is not fully respected as the company grants double voting rights to shares held by registered shareholders for at least two years. In that respect, Suez follows the majority (62.5%) of French companies included in the FTSE Eurotop 300 index. On the other hand, Suez actively encourages free float shareholders to participate to general meetings, which should limit the distortion caused by double voting shares.
- Suez meets almost all investor expectations as far as the resolutions proposed to the general meeting are concerned. The only voting issues missing on Suez agenda for the general meeting are Board remuneration and stock option plans.
- Suez allows shareholders holding at least 5% of the share capital to call an extraordinary general meeting, and shareholders holding at least 0.5% of the share capital to add a resolution/counter-proposal to the agenda. Given the market capitalisation of 0.5%, the required investment to file a counter-proposal amounts to € 194m.
- Suez meets most of investors' expectations as far as voting procedures and methods are concerned, as a result of significant efforts through recent years. All shareholders may vote at the general meeting, either by attending, voting by mail or appointing a proxy (spouse or another shareholder). Additionally, blocking requirements take only 1 calendar day, which is the best practice where no record date can be used.
- The conditions of authorisations given to the Board to increase capital and to repurchase own shares ensure the equal treatment of Suez shareholders.

#### 2. Commitment to Shareholder Value

For this category, Suez scores 8.0 out of 10.

Deminor Rating's analysis demonstrates Suez' clear commitment to long term shareholder value.

Deminor Rating regards it as the primary duty of the management and the Board of Directors to serve the interests of the company by balancing the interests of all stakeholders for a sustainable business.

Deminor Rating considers the influence of Suez' significant stakeholders to be in line with the long term interest of shareholders.

- There is no stakeholder that exercises a disproportionate influence on the company's management:

- Suez has eliminated significant cross-shareholdings.
- Core shareholders hold 22.1% of voting rights, but are not part to any shareholder agreement.
- Adequate structures have been put in place to prevent any conflicting influence towards company's and management commitment to shareholder value.
- The proportion of consulting fees paid to the two auditors of Suez, Barbier Frinault and Deloitte Touche and Tohmatsu, is limited to 20% of total auditors fees paid by Suez Group.
- The company is not influenced by the French government or any administrative body.

- Suez' Board of Directors has no ad hoc takeover defences that could jeopardise shareholders' right to decide on the final outcome of a hostile takeover.

- Suez complies with a significant number of Standards as far as Board and Management remuneration is concerned. Deminor Rating has not identified any significant issue that could jeopardise the Board and Management commitment to shareholder value.

#### 3. Disclosure on Corporate Governance

For this category, Suez scores 8.5 out of 10.

Deminor Rating's analysis demonstrates Suez' excellent level of disclosure on corporate governance issues. The financial and non-financial information made available by the Investor Relation Department is remarkable in both quantity and quality. Additionally, Suez demonstrates a clear commitment to improve continuously the level of corporate governance disclosure to the financial community.

#### 4. Board Structure and Functioning

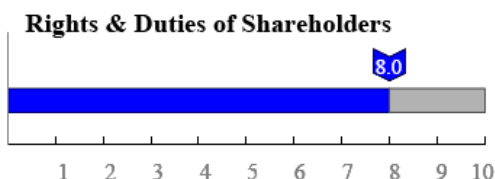
For this category, Suez scores 8.0 out of 10.

- The structure of the Board of Directors fully meets Deminor Rating's Standards with regard to Board size, composition, terms of election. So does its factual balance and equilibrium, which includes a significant presence of five independent directors out of sixteen members.

- The Board of Directors of Suez has given recommendation powers to an Audit Committee that complies with all requirements of independence, activism and professionalism. Deminor Rating analysis also demonstrates the clear involvement of Board members in the strategy-making process. A Compensation and Nomination Committee deals with compensation issues for the CEO and for all Board members and reviews the long-term incentive plans for executives and employees. Additionally, this Committee examines pro-actively all Board nominees and prepares well designed rotation plans.

- The Board favours a consensual and informed decision making process, as well as the involvement of independent members in the collective Board responsibility. Directors' charter, internal code of conduct and procedures for conflicts of interest at Board level are adequate and adhered to.

# 1 Rights & Duties of Shareholders



## 1.1 One-Share One-Vote One-Dividend Principle

With the exception of double-voting rights, Suez meets all demands of equal treatment of all shareholders.

The One-Share One-Vote principle is not fully respected, as the company grants double voting rights to shares held by registered shareholders for at least two years (see appendix 1). In that respect, Suez joins the ranks of the majority of French companies (62.5%) included in the FTSE Eurotop 300 index. The distortion induced by the granting of double voting rights on the voting power of other shareholders is limited to 13.7%.

Considering the recent years average quorum, the double voting right policy could give core shareholders (having representatives on company's Board) a majority in AGMs as well as a blocking minority in EGMs. Larger attendance rates at general meetings would reduce this distortion considerably. Over the recent years, Suez has made all necessary efforts to promote shareholders' participation at general meetings (see section 1.4).

Governance features
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ No non-voting shares</li> <li>▪ Presence of double voting rights but limited to 15.8% of the total shares</li> <li>▪ No voting or ownership ceilings</li> <li>▪ No priority shares or Golden shares</li> <li>▪ No dividend distortions among shareholders</li> </ul>

## 1.2 Voting issues

Suez meets almost all investors expectations as far as the resolutions proposed to the general meeting are concerned.

Suez follows the French legal requirements, which awards a wide range of prerogatives to the general meeting. Additionally, investors receive the full text of the resolutions 22 days before the general meeting. However, Suez does not exceed the French legal context. More precisely, the general meeting is not allowed to vote on Executive Directors' remuneration nor on the modalities of stock option plans.

For most of the proposed resolutions, the information at hand (such as the annual report, the agenda and the articles of association) provides all the necessary details. It should be noted, for instance, that the summary provided by Suez on special agreements (*'conventions réglementées'*) between the company and its directors is informative, which is not always the case in France.

The Board of Directors of Suez was granted the authorisation to increase the capital and to exclude the subscription rights of existing shareholders up to 38.7% of current issued capital and for periods varying from 12 to 26 months (with the exception of a five year authorisation to increase the capital in favour of some of its employees). While the volume of authorised capital may appear high to some investors, the lengths of authorisations are within an acceptable time frame.

The terms of the authorisation to buy back own shares are adequate as far as its length (18 months), volume (up to a maximum of 10% of the issued capital) and price (variance between market price and purchase price is limited to 5%) are concerned.

Governance features
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Full text of the resolutions available long before the general meeting</li> <li>▪ Full CVs are provided each year to shareholders for Board appointment</li> <li>▪ Acceptable level of delegation of powers to shareholders regarding capital increase and share repurchase</li> <li>▪ Absence of approval of executive directors' remuneration</li> <li>▪ The terms of the stock options are determined by the Board</li> </ul>

### 1.3 Shareholder Proposal

**Suez meets most investor expectations as far as shareholder proposals are concerned.**

Minority shareholders should be able to exert some influence on the issues submitted to the general meeting. A reasonable holding of 5% of the capital is required to convene an extraordinary general meeting, and shareholding of 0.5% is sufficient to file proposals or counterproposals for general meetings. When considering the market capitalisation of Suez, the holding requirement to file a counterproposal (€ 194m) may appear quite high. Under French law, investors may, however, form a group in order to reach the percentage threshold.

Shareholders have the possibility to ask written (before the general meeting) and oral questions (at the general meeting) to the Board of Directors that are answered at the general meeting and recorded in the minutes of the meeting.

#### Governance features

- Adequate conditions to call an extraordinary general meeting
- Adequate holding requirements to add resolutions to the agenda if expressed in percentage but high in absolute terms (€ 194m)

### 1.4 Voting Procedures & Methods

**As a result of significant efforts through recent years Suez meets most investors' expectations as far as voting procedures and methods are concerned.**

The provisional full text of the resolutions is available more than 40 calendar days before the general meeting in the statutory bulleting (BALO - *Bulletin d'Annonces Légales*) and the final agenda as well as the annual report is available 22 calendar days before the general meeting.

Suez facilitates voting and/or attendance at the general meeting. A shareholder can vote by mail, appoint a proxy (a spouse or another shareholder only), or attend the general meeting without access limitations. Additionally, Suez has included in its articles of association the possibility to vote by Internet (although this option is not yet functional).

Moreover, the shareholder can attend without access limitations (i.e. holding requirement) and all votes cast by shareholders or proxies are counted.

Bearer shareholders have to fulfil some technical procedures in order to attend a meeting themselves or to send a representative (proxy). While a lot of French companies still ask shareholders to send them a non revocable blocking certificate at least five calendar days before the general meeting, Suez has recently reduced its blocking deadline to **one calendar day**, which is the highest Standard where a record date is not possible.

#### Governance features

- The final agenda is available in good time
- Shareholders can attend the general meeting without limitation, can vote by mail or appoint a proxy (spouse or shareholder)
- Possibility to vote by Internet in the near future is granted by company's articles of association
- Blocking requirement for bearer shareholders set to one calendar day

### 1.5 Equitable Treatment of Shareholders

**Suez treats all shareholders equal in operations involving the company's capital.**

The authorisation granted to the Board of Directors of Suez allows for an increase of the capital by approximately 38.7% of the current issued capital (of which 4.6% are reserved for employees) with the possibility of waiving the pre-emptive rights of the existing shareholders. In case of a waiver Suez may provide existing shareholders a priority right to subscribe to the capital increase in proportion to their stake (a priority right to subscribe to shares cannot be sold on the market unlike a pre-emptive right).

Suez meets investor expectations in the design of their share repurchase plan. Shares repurchased are currently used to stabilise the company's share price, to finance external growth and to cover the dilution but mainly to serve stock option plans.

Suez has no outstanding targeted stock placements that could further dilute the stakes held by existing shareholders.

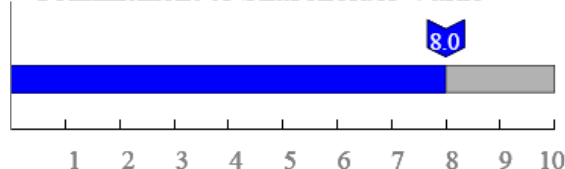
No pending litigation with minority shareholders are recorded.

#### Governance features

- Acceptable level of authorised capital without the maintenance of pre-emptive rights
- Possibility of a priority right for existing shareholders
- Disclosure of share repurchase objectives
- No targeted stock placements
- No pending litigation with minority shareholders

## 2 Commitment to Shareholder Value

### Commitment to Shareholder Value



#### 2.1 Influence of Stakeholders

Deminor Rating considers the influence of Suez' significant stakeholders to be in line with the long term interest of all shareholders. There is no stakeholder that exercises a disproportionate influence on the company's management.

The company has expressed its commitment to long term shareholder value through its various charters, and especially through the ethical charter, where one of the core commitments for Board members is the duty to be a representative for all categories of shareholders. In that respect and over the recent years, Suez has been **unwinding significant cross-shareholdings**: the company eliminated its cross-shareholding with Saint-Gobain in 1998. Fortis, the biggest lender to the company, is no longer a shareholder since last year. Similarly, AXA and Suez have reduced their cross-shareholding to a limited level (AXA still holds approximately 1.3% of Suez's capital).

Shareholders who do have representatives on the Board (GBL, Crédit Agricole, Cogema and Caixa) hold approximately **22.1% of total voting rights**. However, these shareholders do not act jointly (see appendix 3).

The leading core shareholder (GBL with a voting capital of 12.46%) is represented on Suez' Board by Mr Albert Frère and Mr Desmarais Jr. The fact that Albert Frère's Group is involved in listed companies in which Suez has made significant investments (TPS, M6), might appear as a potential risk of conflict of interest. Deminor Rating considers this situation has always been adequately handled by the Board and **in respect of all shareholders' interests**.

Although employees hold only 2.7% of the company's capital, Suez 2002 General Meeting appointed a shareholder employee representative to the Board, in order to anticipate on the NRE requirement (according to the NRE law, companies have to appoint at least one shareholder employee representative to the Board as soon as employees hold more than 3% of the company's capital).

The relationship between the company and the mandated auditing firm is confined to the certification of financial statements certification plus a proportion of approximately 20% of total fees in consulting services.

#### Governance Features

- Eliminated major cross-shareholdings
- Core shareholders hold 24.3% of voting rights, but do not take part in any shareholder agreement.
- Small proportion of consulting fees paid to auditors (20% of total fees)
- No influence of the French government

#### 2.2 Level of Obstruction against Hostile Takeovers

Suez' Board of Directors has **no ad hoc takeover defences that would jeopardise shareholders' right to decide on the final outcome of a hostile takeover**.

Unlike some other French companies, Suez may not issue nor target its capital during a takeover period. The company has no authorisation to issue capital during a takeover period.

The Board controls the evolution of the shareholding structure through a low 1% statutory notification threshold for shareholders and the ability to ask for a survey on shareholding structure.

#### Governance Features

- No ad hoc takeover defences
- No authorised capital during a takeover period
- No golden share
- No priority shares
- No ownership or voting right ceiling

#### 2.3 Board & Management Remuneration

Suez has adopted a number of criteria to ensure **independence of its non-executive directors and allow for a fair and appropriate remuneration of both its Board and top management**. Deminor Rating has **not identified any significant issue that could jeopardise the Board's and Management's commitment to shareholder value**.

##### 2.3.1. Remuneration of Board members

Although lower than UK or US standards, the level of non-executive directors (NEDs) fees as a whole for 2002 are sufficient to attract and retain non-executive directors to control the company successfully.

While executive directors do not receive any directors' fees (for their salary see section below), the remuneration of Suez's non-executive directors consists of two parts:

- a fixed annual fee
- additional fees for committee memberships.



Fees are proposed by the Compensation and Nomination Committee and voted upon by the general meeting, but only for a maximum aggregate amount.

Suez directors' fees are not tied to company results or valuation (such as the company's dividend or the stock price), ensuring a lack of affiliation on the part of the non-executive directors (NEDs). NEDs do not participate to any stock option or long term incentive plan.

#### Governance Features

- Only non-executive directors receive fees
- Approval of a maximum aggregate amount of NEDs' fees by the general meeting
- Adequate average fees per member (NEDs)
- NEDs' fees are not linked to attendance
- Committee membership is remunerated
- NEDs do not receive stock options

#### 2.3.2. Remuneration of top management and stock option plans

Deminor Rating's analysis demonstrates a clear involvement of the Compensation and Nomination Committee in the determination of the executive pay. This committee is exclusively composed of non-executive directors (see section 4.2. for details on composition).

The compensation package of the top management consists of a fixed annual salary, a cash bonus and stock options. The fixed annual salary is benchmarked towards a peer group with the help of external experts. The cash bonus, amounting to approximately 45% of the total remuneration, is linked to the company's performance.

The Compensation and Nomination Committee is also involved in the definition of stock-options plans and bases its recommendation on the external expert's reports.

Top executives participate in a stock-option plan, which is granted by the Board based on group performance and individual performance, without any discount and may be exercised only after a 4-year vesting period to reflect the loyalty and commitment expected by top managers.

The company repurchases shares to cover stock option grants. This policy eliminates the dilution effect on the share capital.

The general meeting approves only the volume of the stock options granted through the capital authorisation to the Board. The annual salary, the cash bonus as well as the terms of the stock option plans are not submitted to the general meeting.

#### Governance Features

- Strong involvement of the Compensation and Nomination Committee
- Executive variable cash pay amounts to 45% of the total remuneration (excluding stock options)
- Stock options are gradually granted to executives each year
- Stock option maturity of 10 years combined with a practical 4-year vesting period
- No discount on exercise price of options but stock options can be exercised without performance conditions
- No re-testing of the exercise price
- Share repurchase policy to avoid dilution
- Executive remuneration and stock option plans are not approved by the general meeting

\* \* \* \* \*

## Appendix 3

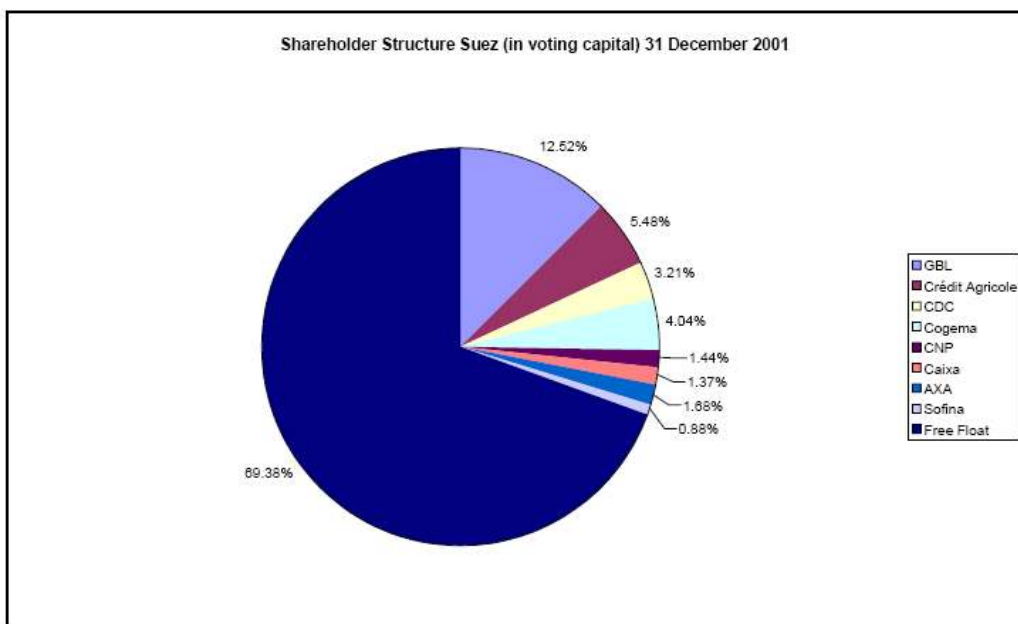
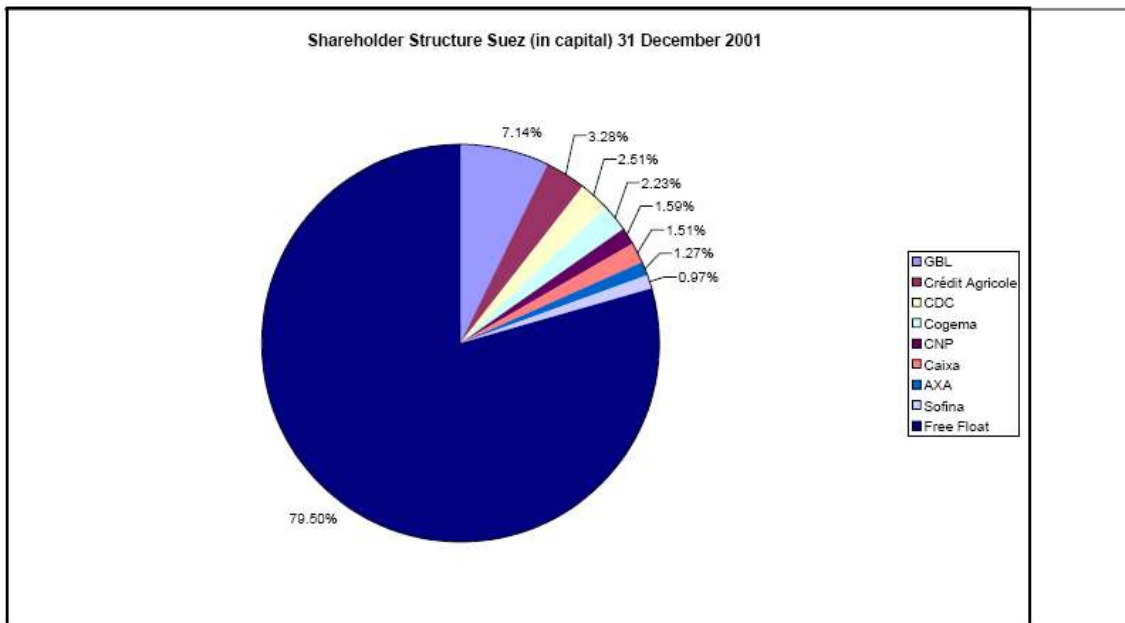
### Shareholder structure

Shareholders structure as updated on 31 December 2001

	<u>% of capital</u>	<u>% of voting rights</u>
Groupe Bruxelles Lambert (GBL)	7.06%	12.46%
Crédit Agricole	3.22%	5.44%
Employees	2.70%	3.37%
CDC	2.57%	3.28%
Cogema	2.22%	2.80%
CNP Assurances	1.59%	1.44%
Caixa	1.51%	1.37%
Axa	1.33%	1.74%
Sofina	0.97%	0.88%
Total	23.17%	32.78%
<b><u>Free float</u></b>	<u>76.83%</u>	<u>67.22%</u>
<b><u>Total</u></b>	<b><u>100.0%</u></b>	<b><u>100.0%</u></b>

Note:

There are no shareholders' agreements between the existing shareholders. Out of the several cross-shareholdings existing in the past, only the cross-shareholding with Axa is still in place.



## Bijlage 4: De Nationale Bank van België

Een liberale nationalisering (KNACK 28 augustus 2002)

### Voor de toekomst van de Nationale Bank van België zijn dringend maatregelen gewenst.

De beurskoers van de Nationale Bank van België (NBB) kan weer fibrilleren. Vooral nu Luc Coene, de kabinetschef van premier Guy Verhofstadt (VLD), op zaterdag 24 augustus in *De Financieel-Economische Tijd* toegaf dat technici namens de regering aan het onderzoeken zijn hoe de overheid ook de andere helft van de NBB in handen kan krijgen en hoeveel daarvoor aan de privéaandeelhouders (goed voor 200.000 aandelen) moet worden betaald.

Daags voordien had een soortgelijke verklaring van Jean-Paul Servais, de kabinetschef van minister van Financiën Didier Reynders (MR), aan het persagentschap Bloomberg het NBB-aandeel met 20 procent doen stijgen: van 1980 tot 2390 euro per stuk, de hoogste koers in dertien jaar. De Euronext-beurs in Brussel schorste zelfs de notering van het NBB-aandeel tot vorige maandag.

Daarmee is de overlevingsstrijd van de NBB in haar publiek-private vorm nog lang niet geklaard. Integendeel. Met de verklaring van Deminor, het kantoor van experts, op 13 februari dat het de minderheidsaandeelhouders groepeerde die 'hun financiële en juridische positie als aandeelhouders van de NBB willen verbeteren ten aanzien van de NBB en haar referentieaandeelhouder, de Belgische staat', hebben die hun reeds lang voordien geplande raid op de Nationale Bank openlijk ingezet. Die moet leiden tot de overwinning die Coene en Servais hen vorige week de facto al hebben toegekend, nog geen zes maanden na het begin van de vijandigheden (*Knack* van 6 en 20 maart).

Deminor verwijt de regenten van de NBB dat zij tijdens de voorbije decennia - op instructie van de opeenvolgende rooms-rode regeringen geleid door de christen-democratische premiers Wilfried Martens en Jean-Luc Dehaene - onder één hoedje met toenmalig NBB-gouverneur Fons Verplaetse, de privéaandeelhouders systematisch hebben benadeeld: zowel in hun rechten als in hun portemonnee.

Enkele van deze bezwaren worden sinds kort ook door het Brusselse gerecht behandeld. Zo willen de minderheidsaandeelhouders via de strafrechter bekomen dat de NBB zich eindelijk eens schikt naar de vennootschapswetgeving (artikel 438) en zich laat inschrijven op de lijst van de vennootschappen die een beroep doen op het spaarwezen: met alle wettelijke verplichtingen van dien ter vrijwaring van de transparantie van de markt en ter bescherming van de belegger. Bovendien heeft Deminor eind juni voor de Brusselse kamer van koophandel een proces gestart om de NBB desgevallend te dwingen haar reservefonds aan alle aandeelhouders uit te keren. Sommigen opperen immers dat de NBB daar statutair toe verplicht is, sinds zij haar emissierecht (het recht om geld aan te maken) bij de invoering van de euro begin 2002 heeft overgedragen aan de Europese Centrale Bank.

Daarmee is het offensief van Deminor nog maar begonnen. Er wordt niet alleen geaasd op de verdeling van het reservefonds (zo'n 7 miljard euro, waarvan drievijfden voor de staat en tweevijfden voor de privéaandeelhouders). Er is ook de verkoop van NBB-aandelen aan de staat tegen een beurskoers die de reële waarde van het aandeel weergeeft. En die wordt door Deminor op 5700 tot 6200 euro per aandeel geraamd. Dit is ongeveer drie keer de huidige beurskoers en zou dus zeker een staatsuitgave worden van zo'n 1,2 miljard euro.

Verklaringen zoals die van Coene en Servais omtrent de nationalisering van de NBB kunnen dat bedrag alleen maar vergroten. Zij jagen immers de koers van het relatief schaarse NBB-aandeel op hol, verzwakken de onderhandelingspositie van de regering en verzwaren de rekening voor de belastingbetaler. Want het is niet eens zo paradoxaal dat liberale excellenties een nationalisering aankaarten. Als daarvoor zo'n 1,2 miljard euro moet worden betaald, zal dat bedrag immers niet door een of andere privéholding maar door de staat - versta: de belastingbetaler - op tafel moeten worden gelegd. Bovendien zal deze afkoopsom bijna uitsluitend worden verdeeld onder een klein groepje gehaaide speculanten, die tijdens de voorbije twee jaar in onderling overleg doelbewust aandelen van de Nationale Bank hebben verworven met het oog op de raid, waarbij Deminor sinds kort de duur betaalde experts levert en de regering zo te zien de klaplopers. Op het gevaar af dat zij nu zelf de handel met voorkennis in de hand werkt.

De nationalisering van de NBB vraagt derhalve niet alleen een grondig politiek debat, maar vooral enkele dringende maatregelen.



Wat belet bijvoorbeeld de Nationale Bank -de regering dus -zo vlug mogelijk een buitengewone algemene vergadering bijeen te roepen en de statuten zodanig te wijzigen dat de 200.000 aandelen aan toonder, die nu het voorwerp zijn van wilde speculatie, voortaan op naam worden geregistreerd? Tenzij de burger niet mag weten wie bij de nationalisering van de Nationale Bank met zijn duur verdiende centen gaat lopen. In afwachting van meer klaarheid lijkt een langdurige schorsing van de notering van het NBB-aandeel maar vanzelfsprekend.

Frank De Moor

# Auteursrechterlijke overeenkomst

*Opdat de Universiteit Hasselt uw eindverhandeling wereldwijd kan reproduceren, vertalen en distribueren is uw akkoord voor deze overeenkomst noodzakelijk. Gelieve de tijd te nemen om deze overeenkomst door te nemen en uw akkoord te verlenen.*

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

**Rechtseconomische analyse van het Belgisch vennootschapsrecht.**

Richting: **Licentiaat in de toegepaste economische wetenschappen**

Jaar: **2006**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt houdt in dat ik/wij als auteur de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij kan reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

U bevestigt dat de eindverhandeling uw origineel werk is, en dat u het recht heeft om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. U verklaart tevens dat de eindverhandeling, naar uw weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

U verklaart tevens dat u voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen hebt verkregen zodat u deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal u als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze licentie

Ik ga akkoord,

**Mieke VANHOUDT**

Datum: