

Corporate/Bankruptcy governance: van parlementaire democratie tot dictatoriale autocratie

Economics trumps politics

Er wordt regelmatig gepleit voor meer aandeelhoudersinspraak (“*shareholder democracy*”) bij het bestuur van vennootschappen. Sommige auteurs baseren zich daarvoor op een interne rechtsvergelijking tussen de vennootschap en een parlementaire democratische staat. Anderen menen dat die vergelijking niet opgaat en dat de aangetroffen verschillen gerechtvaardigd kunnen worden. In een recente bijdrage, gepubliceerd in het **Rechtskundig Weekblad**, sluiten we ons aan bij die tweede strekking en verrijken we de bestaande doctrine door de vergelijking uit te breiden naar vennootschappen in financiële moeilijkheden, m.i.v. insolventieprocedures.

Voor de interne rechtsvergelijking tussen het bestuursmodel van een (middelgrote naamloze) vennootschap (al dan niet in financiële moeilijkheden) en een parlementaire democratische staat gebruiken we een viertal *testcases* die doorheen de bijdrage telkens terug komen: (i) de identiteit van de stemgerechtigden, (ii) het aantal stemmen per stemgerechtigde, (iii) de uiteindelijke beslissingsmacht en (iv) de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van het bestuur. Uit die interne rechtsvergelijking leiden we af dat de parlementaire democratie als bestuursvorm *geenszins* consequent wordt toegepast tijdens de verschillende levensfasen van de (middelgrote naamloze) vennootschap.

Het zogenaamd parlementair democratisch besluitvormingsproces van financieel gezonde vennootschappen lijkt in werkelijkheid meer op een aristocratisch besluitvormingsproces, waarbij de “rijke en wijze” aandeelhouders het voor het zeggen hebben. M.b.t. de *testcase* “het aantal stemmen per stemgerechtigde” merken we bij financieel gezonde vennootschappen bijvoorbeeld het volgende op:

“Ten tweede kunnen we wijzen op het verschil in de concrete behandeling van de (uitgebrachte) stemmen. In een parlementaire democratische staat is men geëvolueerd van een meervoudig stemrecht naar een enkelvoudige stemplicht. Zowel de burgers als de volksvertegenwoordigers krijgen daarbij elk één stem («één persoon, één stem»). Het kopen en verkopen van stemmen is in een huidige democratie ondenkbaar geworden. Die evolutie is echter volledig vreemd aan een vennootschapsjurist. Hoewel naamloze vennootschappen vroeger aan elke aandeelhouder één stem gaven, worden de stemrechten nu verbonden aan aandelen. Daarbij kan de vennootschap kiezen om aan bepaalde aandelen géén dan wel proportioneel meer stemrecht toe te kennen; nochtans zijn die aandeelhouders zonder stemrecht zelden beschikkingsonbevoegde minderjarigen of uit hun burgerrechten ontzette criminelen. De huidige koppeling van stemrechten aan aandelen maakt het bovendien mogelijk dat aandelen en dus stemrechten (behalve in het geval van overdrachtsbeperkingen) gekocht en verkocht worden. Daarnaast heeft minister Geens recentelijk voorgesteld om de stemrechten die verbonden zijn

aan de aandelen van loyale aandeelhouders, i.e. aandeelhouders die hun aandelen meer dan twee jaar bezitten, van genoteerde naamloze vennootschappen zwaarder (dubbel) te kunnen laten doorwegen dan die van andere (jongere) aandeelhouders. In de niet-genoteerde naamloze vennootschappen (alsook in de besloten vennootschappen en commanditaire vennootschappen) zal een ongelimiteerd meervoudig stemrecht mogelijk zijn. De toekomstige vennootschappen zullen m.a.w. steeds minder gelijkenissen vertonen met het enkelvoudig stemrecht van de vennootschap van eertijds («één aandeelhouder, één stem»), en steeds meer met het meervoudig stemrecht in de staat van weleer. Kortom, vennootschappen waren vroeger democratischer dan in wat komen zal.”

Zodra de vennootschap in financiële moeilijkheden belandt, zien we dat het aristocratisch besluitvormingsproces tijdens de schemerzone voor insolventie plaatst maakt voor een oligarchie (zie in dit verband ook onze noot bij het GwH van 6 oktober 2016 in het *TBH*):

“Vennootschappen die in financiële moeilijkheden belanden, veranderen niet van de éne op de andere dag van bestuursmodel: in de continentale rechtsstelsels blijven de meerderheidsaandeelhouders de facto hun controle behouden over het bestuur van de onderneming. Dat verandert pas zodra een liquidatieprocedure wordt aangevat. Bij een reorganisatieprocedure blijft de schuldenaar (lees: meerderheidsaandeelhouders) immers eveneens formeel in controle («debtor-in-possession»). [...]

[...] Het ongewijzigd blijven van het juridisch bestuursmodel bij vennootschappen tijdens de schemerzone voor insolventie is nochtans rechtseconomisch problematisch: hoewel de aandeelhouders als residuele economische eigenaars bij financieel gezonde vennootschappen de juiste prikkels hebben om het bestuur in het belang van de vennootschap – en dus hunzelf – te laten ageren, is dat niet meer het geval zodra de onderneming in financiële moeilijkheden belandt. Hoewel de aandeelhouders op dat ogenblik nog steeds de juridische eigenaars zijn van hun aandelen en over de daarbij horende juridische zeggenschapsrechten over de onderneming beschikken, verschuift de residuele economische eigendom bij ondernemingen in financiële moeilijkheden van de aandeelhouders naar de schuldeisers. Het vennootschapsbelang omvat dan niet meer louter het aandeelhoudersbelang, maar ook – en voornamelijk – het schuldeisersbelang. Zodra insolventie om de hoek loert, zullen de aandeelhouders m.a.w. geneigd zijn om hun macht over het vennootschapsbestuur louter voor opportunistische doeleinden (i.e. bevoordeling van henzelf/«private benefits») te gebruiken, ten nadele van de schuldeisers als nieuwe residuele economische eigenaars (ook wel het externaliseren van risico's genoemd). Het aristocratisch bestuursmodel bij financieel gezonde vennootschappen maakt m.a.w. plaats voor een oligarchie, de «distorted form» van een aristocratie. [...]

Het bestuursmodel van een vennootschap in een reorganisatieprocedure door collectief akkoord is dan weer te vergelijken met een gebrekkige rechtstreekse democratie. Zodra de onderneming in staat van faillissement verkeert, stelt de rechter een curator aan als dictatoriale autocraat (zie daarover ook de verschillende blogposten over een onderontwikkelde *bankruptcy governance*: [hier](#), [hier](#), [hier](#) en [hier](#)).

De verschillen in bestuursvormen kunnen echter verklaard worden door rechtseconomische theorieën, zoals de economische eigendomstheorie, de aanwezige transactiekosten en het verschil in *exit*- en diversificatieopties (zie daarover uitgebreid onze bijdrage in het **RW**). Daaruit kunnen we concluderen dat de parlementaire democratie als bestuursvorm allerm minst een *one size fits all* streefdoel is voor vennootschappen en insolventieprocedures. Uit de interne rechtsvergelijking tussen vennootschappen (in financiële moeilijkheden) en een parlementaire democratische staat kunnen m.a.w. geen deugdelijke argumenten geput worden om aandeelhouders of andere belanghebbenden (zoals schuldeisers) meer inspraak in een vennootschap (in financiële moeilijkheden) of insolventieprocedure toe te kennen.

Dat wilt echter niet zeggen dat er geen ruimte bestaat voor verbetering. De oligarchie der aandeelhouders of de autocratische curator is *o.i.* geen optimale situatie. Voorstellen om die situatie te verbeteren dienen echter niet ingegeven te worden door een democratisering van het besluitvormingsproces, maar wel door andere motieven zoals efficiëntie. Inderdaad, efficiëntie in waardemaximalisatie voor aandeelhouders dan wel schuldeisers is voor vennootschappen – die nu eenmaal een winstverdelings- of winstuitkeringsoogmerk hebben – en insolventieprocedures (vgl. **voorstel van richtlijn 22 november 2016**) belangrijker dan een democratisch besluitvormingsproces. *Economics trumps politics*.

Frederik De Leo

Doctoraatsonderzoeker Instituut voor Handels- en Insolventierecht
KU Leuven, UHasselt

<https://corporatefinancelab.org/2018/04/03/corporate-bankruptcy-governance-van-parlementaire-democratie-tot-dictatoriale-autocratie>