



KATHOLIEKE UNIVERSITEIT LEUVEN
FACULTEIT RECHTSGELEERDHEID
Academiejaar 2008 - 2009

Corporate governance: een kwestie van zelfregulering per Lid-Staat?

Promotor: Prof. H. LAGA
Co-promotor: Prof. H. DAEMS

Masterscriptie ingediend door
Dennis LIEVENS
bij het eindexamen voor de graad van
MASTER IN DE RECHTEN

Samenvatting

De EG neemt vandaag de dag genoegen met een loutere coördinatie van bestaande Lid-Statelijke wetgeving en *best practices* in het gebied van *corporate governance sensu lato* en heeft het idee van een minimumharmonisatie via richtlijnen of een niet-bindende European Corporate Governance Code voorgoed laten varen. *Corporate governance* betreft de wijze waarop een onderneming haar bestuur organiseert. Betreffende het eerste agency-probleem tussen minderheidsaandeelhouders en referentieaandeelhouders die d.m.v. *private benefit extraction* zichzelf of andere verbonden vennootschappen trachten te bevoordelen, werd de versterking van de *market for corporate control* als primaire oplossing bevonden a.d.h.v. een bindend *mandatory takeover bid* en wordt voorgesteld het ISIV-principe in een Europese, niet-bindende Mededeling of Aanbeveling aan te nemen dat het Hof van Justitie in navolging van haar *golden shares*-rechtspraak kan benutten om CEMs via een negatieve harmonisatie algemeen te verbieden. Even onontbeerlijk is echter een verregaande, bindende transparantie inzake het bestaan van CEMs, een meer dwingende versterking van de rechten van minderheidsaandeelhouders i.v.m. *proxy voting*, het vraag- en agenderingsrecht die op Europees niveau tot nu toe slechts aanvullend of ‘uithollend’ werken. Een uitzondering hierop is de verplicht aan te stellen, onafhankelijk bestuurder in het auditcomité met bijhorende onafhankelijkheidscriteria en de steeds dwingend geregelde belangenconflictenprocedures.

Aangaande het tweede agency-probleem tussen de aandeelhouders en de individuele bestuurders die d.m.v. *private benefit extraction* persoonlijke belangen trachten na te streven, verplicht Richtlijn 2006/46 beursgenoteerde vennootschappen een CG Statement met daarin elementen van *organisational transparency* bekend te maken dat aandeelhouders - in het geval van een vrijwillige bekendmaking (want België heeft de Richtlijn nog niet omgezet) - op haar waarheidsgetrouw beeld kunnen toetsen. De vennootschap moet bovendien een nationale *corporate governance* code opgeven, waarvan de aandeelhouders de *compliance monitoren* maar omwille van een Europees, bindend geformuleerd *comply or explain*-principe nog steeds mank loopt. Afwijkende verklaringen blijven immers nog mogelijk wat een effectieve *compliance* inzake remuneratie, het aantal onafhankelijken in de raad van bestuur en de scheiding tussen CEO en voorzitter van de raad van bestuur drastisch ondermijnt. Er wordt daarom voorgesteld de transparantie omtrent deze thema's bindend te regelen opdat de aandeelhouders zouden kunnen weten hoe het bestuur gerund wordt.

Inhoudsopgave

SAMENVATTING..... I

INHOUDSOPGAVE I

LIJST VAN AFKORTINGEN III

1 ALGEMENE INLEIDING EN ONDERZOEKSMETHODIEK 1

2 SOFT LAW: OP ZOEK NAAR EEN PASSENDE BEGRIPSOMSCHRIJVING..... 9

2.1 GEEN ÉÉNDUIDIGE DEFINITIE 9

2.2 WAT GEDRAGSREGELS TOT SOFT LAW MAAKT 10

2.2.1 'PUBLIC' VS. 'PRIVATE' SOFT LAW..... 10

2.2.2 GEBREK AAN BINDENDE WERKING? 12

2.2.2.1 Begripsomschrijving 12

2.2.2.2 Schakeringen van 'legal effect' 13

2.2.2.3 Voorwaarden opdat *soft law* 'incidenteel' bindende werking verkrijgt 14

2.2.3 FLEXIBELIET IN INHOUD EN COMPLIANCE 18

2.3 TELEOLOGIE EN FUNCTIONALITEIT VAN SOFT LAW 19

2.4 BRUIKBARE, GECONSOLIDEERDE DEFINITIE VAN ZELFREGULERING 20

3 CORPORATE GOVERNANCE: STEENHARD OF ZIJDEZACHT? 20

3.1 INLEIDING: DUAAL AGENCY-PROBLEEM 20

3.2 ZELFREGULERING BEHULPZAAM IN ZOEKTOCHT NAAR SHAREHOLDER VALUE? 28

3.2.1 ALGEMEEN..... 28

3.2.2 'MARKET FOR CORPORATE CONTROL' VIA 1S1V 31

3.2.2.1 Nationale regulering..... 31

3.2.2.2 Europese patstelling 33

A) Wenselijkheid van een Europees 1S1V..... 33

B) De forma legis ferenda: hard of soft law? 36

I) *Hard law*: Richtlijn of Verordening? 36

II) Rechtspraak van het Hof van Justitie 38

III) *Soft law*..... 40

a. Mededeling of Aanbeveling?..... 40

b. Migratie naar *hard law* door het Hof a.d.h.v. de interpretatieve waarde van *soft law* 42

c. Besluitvormingsprocedure 47

d. Subsidiariteit en evenredigheid 50

e. Compliance en monitoring 52

3.2.3 FOCUS OP MINDERHEIDSBESCHERMING ALS REALISTISCHER ALTERNATIEF? 53

3.2.3.1 Inleiding: enkele capita selecta 53

3.2.3.2 Transparantie i.v.m. de positie van de referentieaandeelhouders..... 54

A) De lege lata: Europese hard law 54

B) De lege ferenda: Disclosure van CEMs 'tout court' 58

I) Wenselijkheid van Europese regelgeving 58

II) De forma legis ferenda..... 60

C) Nationaal: Belgische soft law	63
3.2.3.3 Stemmen <i>in absentia</i> : minimumharmonisatie en aanvullend recht.....	64
3.2.3.4 Dwingende, groepsgebonden belangenconflictenprocedures	68
3.2.3.5 Corporate governance op maat van institutionele beleggers?.....	71
3.2.3.6 Onafhankelijkheid van bestuur t.o.v. referentieaandeelhouders.....	75
A) Agency-probleem tussen referentie- en minderheidsaandeelhouders (bis).....	75
B) Onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders: hard of soft law?	78
I) Europese Aanbeveling inzake niet-uitvoerende bestuurders en de Auditrichtlijn	78
II) Belgische omzetting: van code en soepele wet naar stringentere <i>hard law</i>	80
III) <i>Compliance</i> en <i>monitoring</i>	82
3.3 SOFT LAW ALS GELEIDER VAN KWALITATIEF EN TRANSPARANT BESTUUR?	86
3.3.1 INLEIDING	86
3.3.2 VACATURE: KWALIT. BEST. (M/V): ERVARING, TIJD EN AAND. VOOR ZORG (+)	86
3.3.2.1 (Zelf)regulering overbodig.....	86
3.3.2.2 Benoemingscomité: noodzakelijke aanbeveling	88
3.3.3 HET REMUNERATIEBELEID: DE ZONDEBOK?.....	90
3.3.3.1 Krijgen bestuurders hun verdiende loon?.....	90
A) Europese Aanbeveling: een maat voor niks?.....	90
B) Migreert België haar aanbevelingen in hard law?	92
3.3.3.2 Vorm, <i>compliance</i> en <i>monitoring</i>	95
3.3.4 ORGANISATIONAL TRANSPARANCY: HET DOEL HEILIGT DE MIDDELEN?	98
3.3.4.1 Richtlijn, Aanbeveling, Wet, Code: geen gebrek aan instrumenten	98
3.3.4.2 <i>Compliance</i> met niet-bindende <i>comply or explain</i> -regel	101
3.3.4.3 <i>Monitoring</i> van het vrijwillige <i>comply or explain</i> -principe.....	102
A) De raad van bestuur als primaire ‘gatekeeper’ in theorie.....	102
B) De CBFA als secundaire ‘gatekeeper’ in theorie	104
C) De aandeelhouders als enige ‘gatekeeper’ in praktijk.....	107
I) De formele controle op het geven van informatie <i>an sich</i>	107
II) De inhoudelijke controle van de gegeven informatie	111
a. Vrijwillige keuze van het bestuur om CG Statement in jaarverslag te publiceren	111
b. Statutaire keuze van de aandeelhouders om CG Statement in jaarverslag te laten publiceren	114
c. Wettelijke verplichting om CG Statement in jaarverslag te publiceren?	118
3.3.4.4 <i>Corporate governance-disclosure</i> : de forma legis ferenda	119
3.4 NAAR EEN EUROPESE CORPORATE GOVERNANCE CODE...?.....	122

4 BESLUIT127

BIBLIOGRAFIE.....133

1 RECHTSLEER.....	133
1.1 BOEKEN	133
1.2 TIJDSCHRIFTEN EN WORKING PAPERS.....	139
1.3 KRANTEN.....	142
1.4 ANDERE	147
2 RECHTSPRAAK.....	149
3 REGELGEVING	150

Lijst van afkortingen

1S1V	One Share, One Vote
a.d.h.v.	aan de hand van
art.	artikel
BCCG	Belgian Code on Corporate Governance
BTR	Breakthrough-rule
CBFA	Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen
CEM	control enhancing mechanism
CEO	Chief Executive Officer
CG Charter	Corporate Governance Charter
CG Statement	Corporate Governance Statement
Corgo	Corporate Governance
d.m.v.	door middel van
EAP	European Action Plan
ECGF	European Corporate Governance Forum
EG	Europese Gemeenschap
ICB	instelling voor collectieve belegging
i.p.v.	in plaats van
m.a.w.	met andere woorden
m.b.t.	met betrekking tot
m.b.v.	met behulp van
o.a.	onder andere
o.l.v.	onder leiding van
PS	Parti Socialiste
t.o.v.	ten opzichte van
VBO	Verbond van Belgische Ondernemingen
vs.	versus

“Maar aandeelhouders hebben ook rechten: een stem op de algemene vergadering, het recht op transparantie over de gang van zaken bij het beursgenoteerde bedrijf waarin ze participeren, én het recht op een gelijke behandeling tegenover andere aandeelhouders.”¹

1 Algemene inleiding en onderzoeksmethodiek

Hoe actueel deze *proloog* ook moge klinken, zes jaar geleden nam de Europese Commissie in haar, toen baanbrekend, Europees Actieplan ter modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de *corporate governance* in de Europese Unie (hierna: EAP) dezelfde woorden op een zeer gelijkaardige en ingrijpende wijze in de mond. *“De aandeelhouders, en niet het bestuur, zijn de eigenaars van de onderneming – en toch worden hun rechten maar al te vaak met voeten getreden door onwaardig, inhalig en soms frauduleus gedrag”²*, klonk het toen. Tussen de regels door moet men post-Enron, post-Parmalat³, post-Picanol, post-Lernhout & Houspie, post-Lehman Brothers, post-AIG en *nunc*-Fortis, sceptisch zijn omtrent de sindsdien genomen beleidsbeslissingen. Het kan namelijk geen toeval zijn dat men sinds

¹ M. VANDERLINDEN, “Geef aandeelhouders FORTIS ten minste openheid van zaken”, *De Tijd* 14 oktober 2008, 16

² Commissie van de Europese Gemeenschappen, Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement: Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie - Een actieplan, 21 mei 2003, nr. COM/2003/0284, 8, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:NL:PDF> (hierna verkort EAP)

³ In deze zaak kon de voorzitter van de raad van bestuur van Parmalat, de heer Tazzi samen met enkele bestuurders die met hem familiale banden hadden op ongeziene schaal de boekhouding en financiële cijfers van de onderneming manipuleren en miljoenen € aan zichzelf uitkeren. De Italiaanse regelgeving en best practice codes hadden een puur organisatorische rol voor de voorzitter weggelegd, zijnde het laten samenkomen van de raad van bestuur en de leden van gelijke informatie te verschaffen. M.a.w. geen expliciete regel verbood de heer Tazzi die eveneens dagelijks bestuurder was en hierdoor een kennelijke informatievoorsprong omtrent de financiële rapportering ten aanzien van zijn collega's/niet-uitvoerende bestuurders bezat, om de positie van voorzitter in te nemen. Naast enkele substantiële, externe en interne auditinefficiënties werd de grootschaligheid van de fraude cumulatief medeveroorzaakt door onrechtmatige benoemingen van zogenaamde onafhankelijke bestuurders die achteraf helemaal niet onafhankelijk bleken te zijn en geen kritiek uitten op wat er in de onderneming aan het gebeuren was, en door de ondoordachte vereniging van de positie van dagelijks bestuurder en de post van voorzitter van de raad van bestuur. Zie hierover: F. BENEDETTO en S. DI CASTRI, “There is something about Parmalat (on directors and gatekeepers)”, Working Paper, November 2005, 12-13, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=896940

eind september 2008 dagelijks geconfronteerd wordt met het schrijnende falen van een geharmoniseerd IAS/IFRS-boekhoudnormering⁴, met de eerezucht van topmanagers en “*hun totaal gebrek aan moraal en ethiek*”⁵, met de culminerende gulzigheid van de mens-aandeelhouder en – last but definitely not least - met de wanhopige zoektocht naar een ‘globaler (lees: beter) toezicht’⁶ op de naleving van *corporate governance*. Waren de beleidsmakers van het EAP, geïnspireerd door THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS o.l.v. Jaap WINTER, overwonnen van naïviteit of eerder over-ambitieuze? “*Hadden de toezichthouders de problemen [...] dan niet zien aankomen. Eerder moeten ingrijpen?*”⁷ Ik beken de éézijdigheid van de voorgaande uitdrukkingen, maar geenszins zal het doel van dit onderzoek erin bestaan de ‘schuldigen’ van de huidige financiële crisis een strop rond de nek te hangen. Dergelijke lynchpartijen laat men best over aan een parlementaire onderzoekscommissie, een commissie van experts⁸, het parket⁹, de Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezenen¹⁰ of iets dergelijks...

Opportuner is het de huidige financiële – en nu reeds uitgebreid tot een economische – crisis als illustratie bij uitstek aan te wenden in een reflectie over de al dan niet gereguleerde grondvesten van de *corporate governance*-problematiek. Hoewel het bestuur van de wetgever slechts de bindende richtlijn heeft meegegeven haar residuaire beslissingsbevoegdheid binnen de doelstellingen van de vennootschap te behartigen¹¹, heeft de wetgever in de 19^e en tot laat in de 20^e eeuw het niet nodig geacht de bestuurstaak meer inhoud te geven. Het van 1905 daterende wetsvoorstel van PICARD in verband met het limiteren van het aantal bestuurdersmandaten tot maximum vijf en de beperking van de bestuurdersvergoeding binnen ‘redelijke’ grenzen werd beschouwd als een eerste gooi naar een diepgaand *corporate*

⁴ P. HUYLENBROECK, “Negen maanden illusies, angst, knipperlichten en doemberichten”, *De Tijd* 4 oktober 2008, W5; K. VERSTRAETE, “EU moet industrie beschermen”, *De Tijd* 22 oktober 2008, 2; Voor een geplande Europese wetgevende reactie, zie: K. VERSTRAETE, “Europees toezicht niet langer taboe”, *De Tijd* 15 oktober 2008, 11

⁵ W. VAN DRIESSCHE, “Moeten topbankiers hangen voor de financiële crisis?”, *De Tijd* 18 oktober 2008, W3

⁶ J. M. BARROSO, “Kiezen voor steviger en Europees systeem”, *De Tijd* 4 oktober 2008, 20; J. LANNOO en I. RENSON, “KBC-topman André Bergen over de metamorfose van de banksector na de financiële crisis: ‘We gaan weer naar meer traditioneel bankieren’”, *De Tijd* 18 oktober 2008, 10; E. CLEEREN, “Toezichthouder kan crisis niet voorkomen”, *De Tijd* 1 oktober 2008, 4; D. DE WILDE en K. VERSTRAETE, “Crisis beheerst Europese agenda”, *De Tijd* 1 oktober 2008, 4; K. VAN HAMME, “Schuldigen crisis achter de tralies krijgen is erg moeilijk”, *De Tijd* 30 september 2008, 19; K. VERSTRAETE, “Europees toezicht niet langer taboe”, *De Tijd* 15 oktober 2008, 11; K. VERSTRAETE, “EU plaatst ratingbureaus onder toezicht”, *De Tijd* 12 november 2008, 11

⁷ S. MICHIELSEN, “Crisismanagement is haastwerk”, *De Tijd* 29 september 2008, 2

⁸ F. DEMETS, “Commentaar: Moddercatch”, *De Tijd* 2 oktober 2008, 2

⁹ L. BOVE, “Topteam van speurders op Fortis-zaak”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 1

¹⁰ L. BOVE, “Topteam van speurders op Fortis-zaak”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 3

¹¹ Art. 522, §1, lid 1 W.Venn.

governance-debat.¹² In dezelfde zin was de verplichte napoleontische goedkeuringsvereiste voor het oprichten van een ‘Société Anonyme’ een uiterst prille vorm van het vermijden van het misbruiken van de deugd van de beperkte aansprakelijkheid.¹³ In het huidige decennium zijn het aantal reguleringsinitiatieven i.v.m. *corporate governance* echter exponentieel verhoogd.

Een éénduidige definitie voor *corporate governance* is echter niet te ontwikkelen, mede omwille van de diverse perspectieven van waaruit elke auteur, onderneming, beursautoriteit en zelfs elk land *corporate governance* invult. Afwisselend wordt de nadruk gelegd op de optimalisatie van het besluitvormingsproces binnen en voor de vennootschap,¹⁴ enerzijds, en de effectiviteit van de interne en externe controle op het beleid van de onderneming, anderzijds.¹⁵ Evenveel controverses heerst er omtrent de al dan niet insluiting van de belangen van werknemers en van andere betrokken partijen¹⁶ of de beperking tot het dienen van de

¹² E. WYMEERSCH, “Besturen in tijden van ‘Corporate Governance’” in X. (ed.), *Liber Amicorum Walter van Gerven*, Deurne, Kluwer, 2000, 505

¹³ Ook in de meer recente geschiedenis duiken sporadisch corgo-maatregelen op. Op het Congres voorgezeten door André PENARD in medio jaren ‘50 werd bij wijze van voorbeeld geopperd voor een overheidscontrole op ondernemingen, kort nadien gevolgd door een beperking opgesteld aan het aantal bestuurs- of commissarismandaten per persoon, voorgesteld door de Commissie ter herziening van het vennootschapsrecht in 1954. Het manifest van de KWB en een studievoorstel van het ACW pleitte reeds in 1964 voor een splitsing van de raad van bestuur en de directie, naast enkele andere reguleringsideeën zoals een zoektocht naar een rechtmatige vertegenwoordiging van de kleinere aandeelhouders in de algemene vergadering en een mogelijk opschortend vetorecht voor een onafhankelijk bestuurder. In 1967 maakte de Commissie De Voghel enkele zeer radicale voorstellen in verband met werknemersparticipatie en transparantie in de financiële markten. Ook de Bankcommissie bleef destijds niet onmondig en rapporteerde reeds over misbruiken van meerderheden in de fusie Brussel-Lambert. Zie: H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 771-772

¹⁴ Een recente definitie in: Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer 2008-09*, nr. 1805/001, 3: “Het begrip «*corporate governance*», ook wel «*ondernemingsbestuur*» of «*vennootschapsbestuur*» genaamd, doelt op de ordening van de macht binnen een onderneming om tot een beter evenwicht te komen tussen de bestuursinstanties, de controle-instanties en de aandeelhouders.”; Voor K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 736: “*Governance* poogt in de Law & Economics-benadering na te gaan hoe het bestuur moet worden georganiseerd, indien men de aandeelhouder een optimaal rendement wil bieden. Het meest deugdelijk bestuur is dan datgene dat een maximale shareholder value creëert. Een kwalitatieve notie, deugdelijk ondernemingsbestuur, wordt zodoende instrument voor een in termen van kwantiteit uitgedrukt resultaat, optimale shareholder value.”

¹⁵ S. GRUNDMANN, *European Company Law*, Antwerpen, Intersentia, 2007, 268

¹⁶ De Belgian Code on Corporate Governance anno 2009 hanteert een ietwat verregaandere omschrijving, in die zin dat “*it provides mechanisms to ensure leadership, integrity and transparency in the decision-making process. It should help determine a company's objectives, the means through which these objectives are achieved and how performance is to be evaluated. These objectives should be in the interest of the company, its shareholders and other stakeholders.*”: Corporate Governance Committee, *The Belgian Code on Corporate Governance*, 12 maart 2009, 7,

<http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorporateGov%20UK%202009%205.pdf> (hierna BCCG 12 maart 2009). Dit stakeholder-model wordt gevolgd door K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen,

belangen van de aandeelhouders¹⁷. Deze eeuwige discussie illustreert de met het vennootschapsbelang¹⁸ gelijklopende etymologische tweestrijd tussen het *stakeholder*-

Maklu, 2003, 17: “*Corgo regelt de verhouding tussen de verschillende belangengroepen die bij de onderneming betrokken zijn en zoekt naar manieren om een optimaal evenwicht te verzekeren.*”; De Commissie voor Bank-, Financier- en Assurantiewezen (hierna: CBFA) breidt dit nog verder uit en past het in de specificiteit van de banksector in en definieert stakeholders als: “*de personen, onafgezien van de aandeelhouders, die een betekenisvol belang hebben in, en/of invloed uitoefenen op, de activiteit van de onderneming en de verwezenlijking van haar doelstellingen. Het betreft in de context van financiële instellingen inzonderheid de deponenten, beleggers, verzekerden, financiële markten, marktondernemingen en marktdeelnemers, verrekenings- en vereffeninginstellingen en gelijkgestelde instellingen, het beschermingsfonds voor deposito's en financiële instrumenten, personeel, de gemeenschap, ...*”; Commissie voor Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA), Circulaire over de prudentiële verwachtingen van de CBFA inzake het deugdelijk bestuur van financiële instellingen, 30 maart 2007, Circulaire PPB-2007-6-CPB-CPA, 4, http://www.cbfa.be/nl/fdg/circ/pdf/ppb_2007_6_cpb_cpa.pdf

¹⁷ H. LAGA was bij de eersten om ‘deugdelijk ondernemingsbestuur’ te formuleren als de wijze “*waarop een ter beurs genoteerde vennootschap het best kan worden bestuurd teneinde maximale winsten te genereren voor haar beleggers-aandeelhouders [...en] teneinde zoveel mogelijk te vermijden dat de vennootschap bestuurd wordt in functie van particuliere belangen*”; H. LAGA, “Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V.” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschappenwetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995, 206

¹⁸ Het vennootschapsbelang dient niet verstaan worden als een separaat overkoepelend belang boven alle belangen van de betrokkenen in de vennootschap. Het is eerder een in hoofde van het bestuur aan elke beslissing voorafgaande veranderlijke afwegingsoefening van alle betrokken belangen van de participanten: grootaandeelhouders, kleine aandeelhouders, werknemers, schuldeisers, het nationaal belang en misschien zelfs de toekomstige aandeelhouders (K. GEENS, “Het toegestaan kapitaal als afweermecanisme tegen overvallen: het wettig belang van de “bieder” (CERUS) en het vennootschapsbelang van de “doelwitvennootschap” (GMB)” (noot onder Brussel, 1 maart 1988), *TRV* 1988, 139-140; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 755; H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 775). Naar welk belang de individuele beslissing uiteindelijk zou moeten overhellen, is afhankelijk van de inhoud van de te nemen beslissing zelf. Het bepalen van het jaarlijks uit te keren dividend, bijvoorbeeld, is een onderwerp dat grotendeels enkel de belangen van de aandeelhouders raakt aangezien de werknemersbelangen (hun loon en werkzekerheid) in dergelijke omstandigheden niet in het gedrang komen. Wanneer de onderneming goed boert, moeten de eigenaars volgens het winstverdelingsoogmerk haar vruchten kunnen plukken. Hoeveel men precies uitkeert en welk bedrag men herinvesteert is een dilemma dat tussen de referentieaandeelhouders met lange termijnvisie en de kleine beleggers met een korte termijnattitude dient uitgevochten te worden. Een kapitaalverhoging met voorkeurrecht gebruikmakend van het door de aandeelhouders ter beschikking gestelde toegestane kapitaal zal in hoofde van het bestuur ook weinig belangstelling genereren voor de belangen van de werknemers, wat het vennootschapsbelang in dit geval laat overhellen naar de belangen van de aandeelhouders, schuldeisers en toekomstige aandeelhouders. Bij faillissement liggen de zaken volledig anders: de belangen van werknemers en schuldeisers worden hier wettelijk op de voorgrond geplaatst in de beoordeling van ‘het vennootschapsbelang’ dat een snelle vereffeningprocedure moet garanderen. Zonder te kort door de bocht te willen klinken komt het vennootschapsbelang dan uiteindelijk neer op een preferentie van de aandeelhoudersbelangen wanneer de vennootschap de wind in de zeilen heeft, maar een preferentie van de werknemers, schuldeisers (en spaarders) ingeval de onderneming in slecht vaarwater terecht is gekomen. Aangezien deze preferenties zich nooit zwart-wit uiten in de bestuursbeslissingen, maar eerder een grijs compromis voorstellen dat grotendeels zoveel mogelijk belangen zal willen behartigen, maakt de richting waarin de keuzes van het bestuur gaan niet zo veel uit. “*De essentie van bestuur is dat er wordt bestuurd.*” (H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 775) De maatstaf is en blijft de *a posteriori* marginale toetsing van de rechter die slechts kennelijk onredelijk verantwoorde keuzes veroordeelt (K. GEENS, “Het toegestaan kapitaal als afweermecanisme tegen overvallen: het wettig belang van de “bieder” (CERUS) en het vennootschapsbelang van de “doelwitvennootschap” (GMB)” (noot onder Brussel, 1 maart 1988), *TRV* 1988, 140; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 754).

oriented-model¹⁹, enerzijds, en een *shareholder-oriented*-model²⁰, anderzijds.²¹ Welk model men volgt, hangt voor een groot stuk af van de toepasselijke aandeelhouderstructuur.²² Sinds oudsher zijn Belgische vennootschappen getypeerd door een geconcentreerde aandeelhoudersstructuur. Ongeveer 87% van de Belgische vennootschappen hebben een meerderheidsaandeelhouder, een groep aandeelhouders die *in concert* de meerderheid halen, of een referentieaandeelhouder die meer dan 25 % van de aandelen bezit.²³ De *free float* is m.a.w. uiterst beperkt.²⁴ Vreemde eend in de bijt met een open aandeelhoudersstructuur was vroeger bijvoorbeeld de Generale Maatschappij van België. In de periode na het gemengd bankverbod²⁵ en vóór het aankoopoffensief van DE BENEDETTI²⁶ dat culmineerde tot een

¹⁹ Art. 2 Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/001, 16 wil een nieuw 3^e punt in art. 6 W.Venn. introduceren dat het vennootschapsbelang als volgt zou definiëren: “*het belang van de onderneming die georganiseerd is als rechtspersoon met eigen rechtsbevoegdheid en die op duurzame wijze de verwezenlijking van haar vennootschapsdoel nastreeft, in het gemeenschappelijk belang van haar aandeelhouders en haar andere belanghebbenden.*”

²⁰ F. LOWENSTEYN, *Wezen en bevoegdheid van het bestuur in de vereniging en de naamloze vennootschap*, Zwolle, Tjeenk Willink, 1959, 136, 184 en 237- 238

²¹ Sommigen argumenteren dat het onderscheid tussen het shareholder- en het stakeholder-model opgegeven dient te worden, daar het bestuur uiteindelijk door alle betrokken partijen onder druk wordt gezet om een bepaalde beleidslijn te hanteren. In sommige gevallen kan dit zelfs tot heikele discussies leiden, ingeval dat een beslissing getroffen wordt in het voordeel van bijvoorbeeld de werknemers en dat het bestuur deze beslissing gebruikt om te ontsnappen aan haar aansprakelijkheid tegen over de aandeelhouders vanwege het niet dienen van het vennootschapsbelang. De meeste nationale *corporate governance* codes hanteren zo reeds een “*victorious shareholder concept but without neglecting stakeholders*”: aldus C. KIRCHNER, “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 342-344

²² P. NOBEL, “Audit Within the Framework of Corporate Governance” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 200

²³ C. VAN DER ELST, “The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 15, 38 en 41; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 738. Het betreft voornamelijk families die als particulieren of via holdingvennootschappen medio 2008 op Euronext Brussel voor 35,8 % aanhielden vertegenwoordigden in genoteerde bedrijven. Zie in dit verband: S. MICHIELSEN, “Referentieaandeelhouder dominant in Brussel”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 15; H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 771; Let wel: deze cijfers baseren zich op de periode voorafgaand aan de financiële crisis; zie ook C. VAN DER ELST, “The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 21, 27 en 32; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 13,

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²⁴ Nochtans zijn enkele nuances op zijn plaats. Het is vast correcter te stellen dat België heden ten dage eerder een mengeling van een publieke en private aandeelhoudersstructuur heeft, d.w.z. zowel een gespreid respectievelijk geconcentreerd aandeelhouderschap, waarbij de holdings echter prevaleren. Zie in dit verband: K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 741 en 763

²⁵ KB nr. 2 van 22 augustus 1934

participatie van 20 % op 16 januari 1988, was slechts 9 % van de aandelen in vaste handen. Heden ten dage is FORTIS één van de weinigen binnen België die eenzelfde structuur toepast met slechts 5% in de vaste handen van PING AN.²⁷

Het Belgische *corporate governance*-model heeft haar focus de laatste decennia meermaals verlegd. Waar de oorspronkelijke belangenconflictenprocedures²⁸, transparantievereisten²⁹ en de deelharmonisatie van het boekhoudrecht³⁰ bedoeld waren op de bescherming van de (minderheids)aandeelhouders³¹ tot half de jaren '90, evolueerde het *corgo*-systeem kortstondig naar een iets breder *stakeholders*-concept, waarbij ook de belangen van de werknemers en deze van de schuldeisers behartigd dienden te worden.³² De hervormde overname³³ en transparantiewetgeving³⁴, versterkt door de intrede van de IAS in de geëvolueerde deelharmonisatie van de geconsolideerde jaarrekeningen³⁵ plaatsten het zwaartepunt echter terug bij de aandeelhoudersbescherming en hun drang naar een faire prijs

²⁶ CBFA, Jaarverslag 1987-88, 58

²⁷ Het is omwille van deze verspreide aandeelhoudersstructuur dat Maurice Lippens door velen beschouwd werd heer en meester van Fortis, ook al minimaliseerde hij dit zelf. Zie i.v.m. zijn persoonlijke tragedie: S. MICHIELSEN, "Werk van jaren gaat in enkele dagen om zeep", *De Tijd* 29 september 2008, 6

²⁸ Oud art. 60 Gecoördineerde Wetten op de handelsvennootschappen van 30 november 1935, *BS* 5 december 1935 (de regeling dateert reeds van de Wet 13 mei 1873 houdende TITEL IX, BOEK I, van het WETBOEK VAN KOOPHANDEL, met betrekking tot de vennootschappen, *BS* 25 mei 1873) en oud art. 60bis Gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen van 30 november 1935, *BS* 5 december 1935, dit laatste ingevoerd bij Wet 13 april 1995 tot wijziging van de wetten op de handelsvennootschappen, gecoördineerd op 30 november 1935, *BS* 17 juni 1995

²⁹ Wet 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *BS* 24 mei 1989

³⁰ Vierde Richtl. Raad nr. 78/660/EEG, 25 juli 1978 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g), van het Verdrag betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, *Pb.L.* 14 augustus 1978, afl. 222, 11-31; Richtl. Raad nr. 83/349/EEG, 13 juni 1983 betreffende de geconsolideerde jaarrekening, *Pb.L.* 18 juli 1983, afl. 193, 1-17 (hierna Vierde Richtl.)

³¹ H. LAGA, "Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V." in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschappenwetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995, 205

³² L. CORNELIS en A. FRANCOIS, "De doorwerking van komende Europese regelgeving in het vennootschapsrecht: Europese beïnvloeding van de Belgische Corporate Governance", *RW* 1995-1996, 1180

³³ Wet 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 26 april 2007 en KB 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 23 mei 2007 in uitvoering van Richtl. Eur. Parl. en de Raad nr. 2004/25/EG, 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 142, 12-23

³⁴ Wet 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt en houdende diverse bepalingen, *BS* 12 juni 2007 in uitvoering van art. 9 Richtl. Eur. Parl. en de Raad nr. 2004/109/EG, 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2004, afl. 390, 38-57; art. 10 Wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten van, *BS* 4 september 2002

³⁵ Verord. Eur. Parl. en de Raad nr. 1606/2002, 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen, *Pb.L.* 11 september 2002, afl. 243, 1-4

voor hun aandeel.³⁶ Vandaag de dag, echter, na een (dubbele) golf staatsparticipaties in diverse financiële instellingen wereldwijd en 20 jaar na de nationale tragedie van de Generale Maatschappij in 1988 voor de Belgische economie, rijst de vraag meer en meer of en hoe ver de rol van de belastingbetaler strekt in het *corgo*-debat.

In ieder geval doelt *corporate governance* op een versterking van het investeringsklimaat en nodigt het aandeelhouders uit om door middel van nieuwe kapitaalinjecties de bedrijfsexpansie en –ontplooiing te financieren.³⁷ In return worden aandeelhouders beschermd door interne machtsverdelingsconstructies en door *checks and balances* t.o.v. het bestuur en wordt hen in de toekomst een rendabeler aandeel met dividenduitkering ‘beloofd’. Bovendien zou dergelijke waardecreatie op lange termijn³⁸ gepaard moeten gaan met een versterking van de aandeelhoudersrechten inzake inspraak, toezicht en transparantie.³⁹ Zonder afdoend empirisch bewijs⁴⁰ wordt soms ervan uitgegaan dat een goed *corporate governance*-beleid bovendien de concurrentiekracht van een onderneming helpt versterken.⁴¹

Onderwerp van het huidig onderzoek is na te gaan waar het zwaartepunt van de talrijke *corporate governance*-regels ligt: bij Europees geïnspireerde of bij nationaal ontsproten regelgeving. Op veralgemenende wijze handelt het eerste hoofdstuk over de specificiteiten van nationale en supranationale zelfregulering en gaat het a.d.h.v. een rechtsmethodologische studie op zoek naar een voor dit onderzoek bruikbare definitie van *soft law*. Het tweede deel zal een uiteenzetting weergeven van de huidige Belgische en Europese normering *sensu lato* inzake *corporate governance*. Voor elk deelaspect van *corporate governance* wordt nagegaan welk specifiek regulerend instrument gebruikt werd en welke instantie de *monitoring*rol vervult om de *compliance* ervan te waarborgen. Daarnaast worden de factoren voor het opteren van een welbepaalde regelgever voor hetzij *hard law*-, hetzij *soft law*-instrumenten

³⁶ K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het “beginsel van de juiste prijs”” in X. (ed.), *Liber Amicorum André Bruyneel: Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008, 456; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 755

³⁷ BCCG 12 maart 2009, 7; EAP, 3

³⁸ BCCG 12 maart 2009, 7

³⁹ EAP, 5

⁴⁰ K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het “beginsel van de juiste prijs”” in X. (ed.), *Liber Amicorum André Bruyneel: Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008, 461-462

⁴¹ K. LANNOO, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER, en E. LOESBERG, *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 166; EAP, 3; BCCG 12 maart 2009, 7

besproken om na te gaan of een Europese Corporate Governance Code nog opportuun is om uit te vaardigen.

Het Europees harmonisatieproces zal hierbij als een rode draad in het verhaal fungeren om na te gaan waarom en in hoeverre de harmonisatie omtrent dit thema in de jaren '70-'80 (ontwerp Vijfde Richtlijn⁴²) dood was, maar niet begraven werd⁴³, en waarom in het huidige decennium het Europees *corgo*-debat heropleeft. Meer bepaald wordt nagegaan welke rol het instrument van *soft law* speelt binnen een ruimer vennootschapsrechtelijk kader. Hoewel de nodige nationale en internationale rechtsleer en rechtspraak hiervoor uitvoerig werden geconsulteerd, wordt, gezien de banden die de huidige financiële en economische crisis met het huidige onderzoeksthema heeft, in de mate van het mogelijke geopperd voor een actualiteitsbenadering bij het bespreken van de verschillende *corporate governance*-deelproblemen. De economische berichtgeving van de krant *De Tijd* gedurende de periode van september 2008 tot mei 2009 werd hierbij meermaals en uitvoerig geraadpleegd.

⁴² Voorstel voor een vijfde richtlijn van de Raad strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, lid 2, van het Verdrag om de belangen te beschermen, zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen, *Pb. C.* 13 december 1972, afl. 131, 49-61

⁴³ Voor een algemeen (historisch) overzicht, zie K. GEENS, "De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een 'eerste klas' begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?", *TRV* 2006, 75-89

2 Soft law: op zoek naar een passende begripsomschrijving

2.1 Geen éénduidige definitie

Hoewel de gedragsnormering *sensu lato* heden ten dage doordrongen is van zogenaamde ‘niet-bindende bepalingen’⁴⁴, ontbreekt tot op heden een éénduidige, heldere definitie van het begrip *soft law*. Termen als zelfregulering, paralegale normen⁴⁵ en pseudo-wetgeving worden vaak in één mond genomen. De rechtsliteratuur, zowel in binnen-⁴⁶ als in buitenland⁴⁷ is er echter niet overtuigend in geslaagd deze leemte op te vullen, doch noemt enkele hierna besproken, belangrijke kenmerken.

⁴⁴ M. DE JONCKHEERE, *Inleiding tot het recht*, Brugge, die Keure, 2006, 35 illustreert dit a.d.h.v. deontologische beroepscoodes die “*alleen juridische relevantie binnen de kring van de betrokken beroepsbeoefenaars*” hebben en niet daarbuiten. “*Toch kan het negeren van een essentiële beroepspllicht de nietigheid van de overeenkomst en de aansprakelijkheid [t.a.v. die beroepsorde] tot gevolg hebben*”. Voorst kan verwezen worden naar de voetbalreglementen van FIFA en UEFA, de dopinghandvesten in het wielrennen, de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens van 10 december 1948, de meeste bepalingen van het Europees Sociaal Handvest van 18 oktober 1961.

⁴⁵ M. DE JONCKHEERE, *Inleiding tot het recht*, Brugge, die Keure, 2006, 35

⁴⁶ R. DEVLOO en G. MARTYN, *Een kennismaking met recht en rechtspraak*, Brugge, die Keure, 2006, 86 stelt dat er : “*nog een massa richtlijnen, afspraken, leidraden enz. [zijn], die wel eens samenvattend “soft law” worden genoemd. Ze hebben eigenlijk geen kracht van wet en behoren dus evenmin tot de hiërarchie van de normen, maar ze beschrijven wel wat binnen een bepaalde groep rechtssubjecten de gebruikelijke of behoorlijke praktijk is.*”; B. DE SCHUTTER, *Rechtsmethodologie: stafkaart van het in België geldend recht*, Deurne, Kluwer rechtswetenschappen, 1998, 17 verwijst naar *soft law* als zijnde “*meestal uitgedrukt in een zeer geformaliseerde vorm, naar aanleiding van een besluitvorming binnen internationale organisaties (U.N.O.), waarbij een duidelijke meerderheid een nieuwe (politieke) wil te kennen geeft bestaande normen tot wijziging te brengen of nieuw recht in het leven te roepen. Dikwijls worden deze regels, die per se geen bindende waarde hebben, opgenomen in documenten met een betiteling die duidelijk afsteekt tegen de traditionele beslissingen (bv. Universele Verklaring..., Handvest...)*”

⁴⁷ Ook vanuit Europees perspectief is een duidelijke begripsafbakening ver te zoeken. Slechts enkele bepalingen in het EG-verdrag maken sporadisch gewag van aanbevelingen en adviezen. Meer bepaald is er art. 249, lid 5 EG-Verdrag dat zegt: “*Aanbevelingen en adviezen zijn niet verbindend.*”; D. THURER, “The role of soft law in the actual process of European integration” in O. JACOT-GUILLARMOUD en P. PESCATORE, *L’avenir du libre-échange en Europe: vers un Espace économique européen?*, Zürich, Schulthess Polygraphischer Verlag, 1990, 132; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 103: “*commitments which are more than policy statements but less than law in its strict sense. They all have in common, without being binding as a matter of law, a certain proximity to the law or a certain legal relevance.*”; Voor een gelijkaardige definitie, zie G.M. BORCHARDT en K.C. WELLENS, “Soft Law in European Community Law”, *E.L.Rev.* 1989, 285: “*Community soft law concerns the rules of conduct which find themselves on the legally non-binding level (in the sense of enforceable and sanctionable) but which according to their drafters have to be awarded a Legal scope.*”; In Duitsland meent M. BOTHE, ““Soft law” in den Europäischen Gemeinschaften?” in I. VON MUNCH (ed.), *Staatsrecht, Völkerrecht, Europarecht: Festschrift für Hans-Jürgen Schlochauer zum 75. Geburtstag am 28. März 1981*, Berlijn, de Gruyter, 1981, 769 en 772 dat het gaat om: “*Normen nicht-rechtlicher Art, die je nach dem politischen Kontext mehr oder weniger gewisse Verhaltenserwartungen schaffen, in diesem Sinne also mehr oder weniger “hard” oder “soft” sein können.*”; Onze noorderburen beschouwen zelfregulering als volgt: “*Ruim opgevat houdt zelfregulering in dat aan maatschappelijke organisaties een bepaalde verantwoordelijkheid wordt overgelaten of opgedragen in het kader van de regelgeving zelf of de uitvoering, controle en handhaving daarvan.*”: Zie in die zin P. EIJLANDER, *De wet stellen. Beschouwingen over onderwerpen van wetgeving*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1993, 182

2.2 Wat gedragsregels tot soft law maakt

2.2.1 'Public' vs. 'private' soft law

Een eerste onderscheid in zelfreguleringsmodellen wordt gemaakt naargelang de uitvaardigende instantie. Werkt de overheid of een instantie die haar vertegenwoordigt al dan niet nauw samen met één of meerdere maatschappelijke organisaties die op een begrensd autonome wijze een bijdrage kunnen leveren aan het publiek gedachtegoed, dan spreekt men van een **top-down georganiseerd zelfreguleringsmodel**.⁴⁸ In de meeste gevallen zal de staat het initiatief tot zelfreguleren geven of bepaalt ze tenminste de grenzen ervan.⁴⁹ De gradatie van overheidsinterventie in het formuleren van *soft law* verschilt sterk.⁵⁰ In geval van 'zuivere zelfregulering', positioneert de overheid zich als buitenstaander en laat het initiatief tot reguleren alsook de bepaling van de inhoud van de gedragsregels over aan het maatschappelijke middenveld zelf. Optreden zal de overheid pas doen ingeval van *a posteriori* strijdigheden met het geldende recht.⁵¹ Het *monitoren* van zelfregulering wordt, naast het reguleren zelf, door de maatschappelijke organisaties/zelfregulators op volledig autonome wijze georganiseerd.⁵² Indien de overheid echter meent dat het openbaar belang het best gediend is door het reguleringsinitiatief aan een maatschappelijke organisatie over te laten, maar hierbij tegelijkertijd voor zichzelf een voorbehoud wenst te plaatsen om bij een onvoldoende realisatie van haar belangen toch nog te kunnen optreden, dan is de zelfregulering niet meer van 'zuivere' maar slechts nog van 'vervangende' aard.⁵³ Het is namelijk zo dat "*zelfregulering kan samengaan met, maar even goed [kan] ingaan tegen hetgeen de overheid wil.*"⁵⁴ Voorst kan de overheid ook *a priori* inhoudelijke of puur formele voorwaarden stellen aan de concretisering van de door haar geïnitieerde, doch door het

⁴⁸ J. STAMHUIS, "Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell", *RdW* 2003, 6

⁴⁹ H. WEYERS, "Zelfregulering", *RdW* 2003, 2

⁵⁰ STAMHUIS en GEELHOED vermelden boven de vier genoemde zelfreguleringsmodellen nog een vijfde gradatie van mogelijke overheidsinterventie: de zogenaamde 'convenanten'. In dit type is de overheid medepartij, samen met de private belanghebbenden om gedragsregels vast te stellen; zie J. STAMHUIS, "Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell", *RdW* 2003, 9

⁵¹ L.A. GEELHOED, "Deregulering, herregulering en zelfregulering" in P. EIJLANDER, P.C. GILHUIS en J.A.F. PETERS (Eds.), *Overheid en zelfregulering. Alibi voor vrijblijvendheid of prikkel tot actie*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1993, 49-50; J. STAMHUIS, "Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell", *RdW* 2003, 9

⁵² P. EIJLANDER, *De wet stellen. Beschouwingen over onderwerpen van wetgeving*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1993, 182

⁵³ J. STAMHUIS, "Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell", *RdW* 2003, 9

⁵⁴ J. STAMHUIS, "Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell", *RdW* 2003, 7

maatschappelijke middenveld ingevulde zelfregulering. Deze sterkere overheidsinmenging, maar tegelijkertijd ook evenwichtigere balans tussen overheidsregulering en private zelfregulering, wordt getypeerd als een ‘wettelijk geconditioneerde zelfregulering’.⁵⁵ Dwingt de overheid een zelfreguleringinitiatief van de privéactoren af, in die zin dat “*de betrokkenen dan wel een expliciete opdracht van de overheid [krijgen] om binnen een wettelijke regeling bepaalde zaken te onderwerpen aan eigen regulering*”⁵⁶, dan is deze vorm van overheidsinterventie *sui generis* te classificeren als een ‘gedwongen zelfregulering’. Om de marktdeelnemers tot ageren aan te zetten, kan een publieke overheid hierbij dreigen om bij niet-navolging oftewel een bepaalde vorm van subsidiëring in te trekken oftewel een voorheen niet wettelijk geregelde praktijk in de huidige legislatuur alsnog te reguleren.⁵⁷

Kenmerkend voor de **bottom-up benadering** zijn de privéorganisaties of groeperingen van multinationals die de initiële stappen tot reguleren zetten, al dan niet gesteund door comités van deskundigen in het desbetreffend domein.⁵⁸ Ook in enkele gevallen van overheidsgecontroleerde zelfregulering (*top-down*) komt het initiatief tot reguleren vaak van privé instanties; soms worden zij zelfs hiertoe actief gestimuleerd. Vaak is *soft law* voor een overheid de ultieme “*recognition of the deficiencies in a legal framework of governance*”⁵⁹. Wat *bottom-up* zelfregulering nochtans onmiskenbaar van de rest onderscheidt, is de oorsprong van haar regulering: dat wat concreet op een maatschappelijke werkvloer leeft.⁶⁰ Dit bezorgt de maatschappelijke ‘agenten’ een onbeperkt inspiratiedomein waarop ze hun regelgevende autonomie op kunnen loslaten. Nochtans is hun zelfbeschikkingsbevoegdheid beperkt, aangezien het maatschappelijke middenveld “*tot op zekere hoogte handhaafbare regels kan voortbrengen, maar tegelijkertijd onder invloed staat van regels die van buiten het veld worden opgelegd, vooral die van de staat*”⁶¹. Zo kan de Belgian Corporate Governance Code (hierna: BCCG) als voorbeeld van zelfregulering slechts op beursgenoteerde ondernemingen toepassing vinden indien er (*top-down*) wetgeving bestaat die typeert wat een

⁵⁵ P. EIJLANDER, “Zelfregulering en wetgevingsbeleid” in P. EIJLANDER, P.C. GILHUIS en J.A.F. PETERS (Eds.), *Overheid en zelfregulering. Alibi voor vrijblijvendheid of prikkel tot actie*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1993, 136; J. STAMHUIS, *o.c.*, 8

⁵⁶ J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 9

⁵⁷ J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 9

⁵⁸ H. WEYERS, “Zelfregulering”, *RdW* 2003, 3

⁵⁹ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 487

⁶⁰ J. GRIFFITHS, “De sociale werking van recht” in J. GRIFFITHS (Ed.), *De sociale werking van recht. Een kennismaking met de rechtssociologie en de rechtsantropologie*, Nijmegen, Ars Aequi Libri, 1996, 481; J.

STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 6

⁶¹ J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 12

beurs en een daarop genoteerde vennootschap precies is. Wat betreft de aanzet van private actoren om tot zelfregulatie over te gaan, kan men bijvoorbeeld denken aan particuliere motieven specifiek aan het sociaal veld, moreel entrepreneurschap of louter commerciële belangen.⁶² Meer in het algemeen is het voorkomen van extra overheidsinmenging of overregulering het motief bij uitstek voor vele zelfregulerende marktparticipanten.⁶³ Bij wijze van voorbeeld had de Cadbury Code of Best Practice⁶⁴ - net zoals alle andere *corporate governance*-codes - de bestaansreden om aandeelhouders en beleidsmakers ervan te overtuigen dat bedrijven zich in het Verenigd Koninkrijk kunnen organiseren.⁶⁵

2.2.2 Gebrek aan bindende werking?

2.2.2.1 Begripsomschrijving

Het criterium dat een *soft law*-instrument van alle andere onderscheidt is haar – verondersteld - gebrek aan bindende werking ten opzichte van derden/normadressanten. Deze notie van ‘bindende werking’ of ‘*legal effect*’ “*is taken to refer to the capability of an act to affect a person’s legal position of itself, i.e. it ensues from the very nature of the instrument itself that it is legally binding, and, on that sole ground, the rights and obligations contained in it can be enforced or have to be complied with.*”⁶⁶

Wat de oorzaken van het niet-bindend karakter van *soft law* betreft en het hiermee onlosmakelijk gevolg dat de *compliance* van dergelijke normering op het eerste zicht niet door een rechter kan worden afgedwongen, kan op verschillende wijzen verklaard worden. Eerst en vooral zijn het gebrek aan bindende besluitvormingsprocedures, democratische legitimatie en *numerus clausus*⁶⁷ van te gebruiken *soft law*-instrumenten verantwoordelijk voor het tenietdoen van rechtszekerheid. Daarbovenop zorgt de vaagheid en algemeenheid

⁶² F. FLEERACKERS, *De Huid van het Recht: Juristen in bevraging*, Gent, Larcier, 2005, 26

⁶³ J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 6

⁶⁴ The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd., Report of the committee on the financial aspects of corporate governance (Cadbury Report), 1 december 1992, 90 p.

⁶⁵ K. LANNOO, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER en E. LOESBERG (eds.), *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 161

⁶⁶ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 265

⁶⁷ Enkel de Europese Unie (in alle drie pijlers) maakt gewag van een opsomming van (*top down*) *soft law*-instrumenten. Het gaat meer bepaald over aanbevelingen, adviezen, mededelingen, kaderbesluiten, interinstitutionele opinies, enz.

van de zelfgereguleerde normen voor onduidelijkheid in hoofde van de normadressant.⁶⁸ Aan een regel die omwille van zijn formulering onprecies is en hierdoor talloze ladingen kan dekken, kan met moeite bindende werking worden verleend. Tenslotte, hebben veel *soft law*-normen een repetitief karakter daar ze dikwijls niet meer inhouden dan een bevestiging van reeds uitgevaardigde bindende wetgeving.⁶⁹

2.2.2.2 Schakeringen van ‘*legal effect*’

De bindende werking van een formele wet is ‘**inherent**’ aan de aard van de rechtsnorm zelf. Dit volgt ‘direct’ uit de autoriteit en democratische legitimatie van de nationale of supranationale overheid die ze uitvaardigt en haar intentie om een norm algemeen en bindend te laten gelden. Er wordt als het ware in de wetgevende norm zelf een onweerlegbaar vermoeden gecreëerd dat de akte een intentie tot bindende werking behelst.⁷⁰ Het verlenen van bindende werking wordt hier gemotiveerd a.d.h.v. rechtszekerheidsoverwegingen, aangezien men er onweerlegbaar van uitgaat dat enkel de wetgever in staat is duidelijke grenzen te stellen aan de draagwijdte van gedragscorrigerende normen.

Soft law, op zijn beurt, is echter niet volledig ontnomen van bindende werking. ‘*Legal effect*’ in de brede zin van het woord is namelijk in quasi alle gedragsregulerende normen aanwezig, zij het slechts gradueel.⁷¹ “*Rechtlich unverbindlich*” is namelijk niet hetzelfde als “*rechtlich irrelevant*”⁷². Ten eerste kan het spectrum van ‘*legal effect*’, verleend door een wetgever aan een legislatief instrument, uitgebreid worden tot de interpretatieregels die die specifieke wetgeving voorafgaan. Men denkt bijvoorbeeld aan de interpretatieve werking van parlementaire voorbereidingswerken op wetten, die dankzij de bindende werking van het legislatief instrument, de wet, als achterliggende interpretatie zelf ook een ‘indirecte’ vorm

⁶⁸ Ter illustratie, zie BCCG 12 maart 2009, 11: Richtlijn 1, 1.1 vermeldt uitermate onnauwkeurig: “*The board’s role should be to pursue the long-term success of the company by providing entrepreneurial leadership and enabling risks to be assessed and managed.*”

⁶⁹ H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 774

⁷⁰ Dit is typisch zo voor de exhaustieve lijst van nationale of Europese *hard law* instrumenten, waaronder wetten, decreten, ordonnanties, maar zeker ook primair en secundair Gemeenschapsrecht (art. 249, 1^e - 4^e lid EG-Verdrag): L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 52, 265 en 273

⁷¹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 263

⁷² H. VON DER GROEBEN, C-D. EHLERMANN en J. THIESING, *Kommentar zum EU-/EG-Vertrag, Band 4, Artikel 137-209a EGV*, Baden-Baden, Nomos, 1999, 4971; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 268

van bindende werking genieten. Doordat een rechter de wethistoriek gebruikt om zijn vonnis te staven, wordt weliswaar de duidende inhoud van die wetvoorbereiding niet onmiddellijk juridisch bindend, maar de gewoonte die achteraf ontstaat door de continue naleving van die interpretatie verschaft haar deze bindende werking, zij het slechts ‘indirect’. Deze gaat echter teniet van zodra de rechtspraak en het gewoonterecht zich cumulatief wijzigen. Zowel de ‘inherente’ bindende werking van formele wetgeving als de ‘indirecte’ bindende werking van interpretatie-instrumenten zijn uitingen van een zogenaamd ‘*de iure legal effect*’.

Ten tweede kan *soft law* een ‘*de facto*’ bindende werking genieten indien er noch formeel-wettelijk noch juridisch-interpretatief enige verplichting bestaat effect te geven aan een gedragsregel, maar de normadressanten desalniettemin besluiten tot de vrijwillige naleving ervan.⁷³ ‘*De facto*’ bindende werking onderscheidt zich net van ‘*de iure legal effect*’ waar de eerste *compliance* zoekt via een *bottom-up* model en de tweede naleving afdwingt via een *top-down* methode.⁷⁴

Zowel ‘indirect’ bindende werking van *soft law*-interpretatiehulpmiddelen als ‘*de facto legal effect*’ dankzij *bottom-up compliance*, worden ook wel getypeerd als zijnde ‘**incidenteel**’ (d.w.z. occasioneel) *legal effect*’ in contrast met ‘inherent’ en ‘direct’ bindende werking van formele wetgeving.

2.2.2.3 Voorwaarden opdat *soft law* ‘incidenteel’ bindende werking verkrijgt

Een gedragsnorm kan slechts voor ‘incidenteel’ bindend doorgaan indien er indicatoren zijn dat de *soft law*-norm aan gelijkaardige voorwaarden voldoet als ‘inherent’ bindende normeringinstrumenten.⁷⁵ Eerst en vooral zal de uitvaardigende instantie - ongeacht of dit via een *top-down* dan wel *bottom-up* perspectief verwezenlijkt wordt – een **intentie** moeten tonen waaruit blijkt dat ze haar gedragsregels van bindende werking wil voorzien. “*Thus, it is here not the chosen form of the act that determines its legal nature, but rather the intention of the*

⁷³ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 269

⁷⁴ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 104

⁷⁵ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 288

*authors as this can be derived in particular from the actual contents of the act.*⁷⁶ Om deze wilsuitdrukking te achterhalen, “*il faut examiner si l’organe communautaire a manifesté d’une façon ou d’une autre son intention de se lier lui-même ou de lier les destinataires de l’acte: il faut voir si un acte est destiné à produire des effets juridiques indirects, dans le contexte contraignant de sa procédure d’élaboration, et dans sa portée morale ou politique*”⁷⁷. Een norm heeft slechts “*legal effect if it is capable of changing a person’s legal rights and obligations*”⁷⁸, iets wat afhangt van zowel de nauwkeurige inhoudelijke formulering als de achterliggende doelstelling van de gedragsregel zelf.⁷⁹ Een akte kan bijvoorbeeld deadlines stellen aan de implementatie wat de akte weliswaar geen bindende werking *ipso facto* doch wel een hogere autoritaire waarde meegeeft. De intentie tot het geven van bindende werking wordt bovendien versterkt bij het actief contacteren van de normadressanten door de regulator om hen van de regelgeving te notificeren.⁸⁰ Indien echter de inhoud van een *soft law*-normering van repetitieve aard is ten aanzien van reeds bestaande, identieke wetgeving, verhindert het ‘inherent’ bindend karakter van de formele wet dat andere normen slechts ‘incidenteel’ bindende werking zouden krijgen.

In tweede orde hangt de ‘incidenteel’ bindende werking van een zelfgereguleerde norm onlosmakelijk af van de **naleving ervan door de normadressanten**.⁸¹ In tegenstelling tot *top-down* geïnspireerde, formele wetgeving teert *soft law* op een heel andere *compliance*-methode. De successen die een grote marktspeler ondervindt bij het naleven van een *soft law*-norm zet kleinere bedrijven ertoe aan dit concurrentieel deficit uit economische noodzaak weg te werken en bijgevolg dezelfde regel toe te passen. Het is dit (intern) competitie-model dat een *soft law*-norm ‘incidenteel’ bindende werking verleent. Ingeval via een *top-down* benadering, enerzijds, geen *hard law* maar zelfgereguleerde gedragsregels worden

⁷⁶ HvJ C-90/63 en 91/63, *Commissie v. Luxemburg en België*, *Jur.* 1964, 631; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 276

⁷⁷ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 172

⁷⁸ HvJ C-400/99, *Italië v. Commissie*, *Jur.* 2001, I, 7303; zie in dezelfde zin ook : HvJ 8-11/66, *Cimenteries and others v. Commission EEC*, *Jur.* 1967, 91; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 268

⁷⁹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 279

⁸⁰ Het aanbieden van een loutere mogelijkheid tot inzage van een regelgevende akte bij de regulator in de hoop dat een normadressant ernaar vraagt, zonder dat dergelijke norm publiekelijk ter beschikking wordt gesteld, draagt niet bij tot het algemeen, extern karakter van een gedragsregulerende norm en volstaat niet om een intentie van afdwingbaarheid bij een dergelijk passieve uitvaardigende instantie vast te stellen: L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 283

⁸¹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 173

geïmplementeerd, ligt de *compliance* ervan uiterst moeilijk. Illustratief hierbij is de pijnlijke vaststelling dat de overheid bij het kiezen van een gepaste regulering- en interventiestrategie vaak besluit het initiatief tot reguleren over te laten aan de private spelers, omdat ze, ofwel, zelf problemen ondervindt haar eigen wetgeving te implementeren in een *non-compliance* maatschappij, ofwel, de greep verloren heeft op de *monitoring* en handhaving van haar eigen overgereguleerde gedragsregels.⁸² Het is pas door de aanwezigheid van een doortastende overheidsgestimuleerde afdwinging dat de naleving van *top-down* zelfregulering verzekerd kan worden. *Monitoring* door een overheidsinstantie en *compliance* door de normadressanten verhouden zich hierbij recht evenredig. Anderzijds, valt er ingeval van een *bottom-up* hypothese een onderscheid te maken in situaties waarbij de normadressanten uitdrukkelijk vragen om meer (zelf)regulering en deze waarbij een derde, private regulator ongevraagd gedragsnormen formuleert. In de eerste variëte wordt *compliance* gegarandeerd vanuit de bereidwilligheid van de normadressanten om de normen na te leven, althans in theorie. Indien de groep van reguleringssubjecten klein is, “*is er soms helemaal geen nood aan juridische regelgeving van publiek- of privaatrechtelijke aard, omdat er in een bepaald milieu of beroep een grote discipline of verstandhouding bestaat die reglementering volslagen overbodig maakt.*”⁸³ Het reeds geformuleerde intern competitie-model zal in de praktijk echter nog dikwijls moeten bijspringen omdat meestal niet alle normadressanten even happig tegenover nieuwe zelfregulering staan. De economische welvarendheid of toegenomen sociale aanvaarding van anderen zal de ‘overtreder’ echter ertoe aanzetten zijn concurrenten slaafs te volgen. Hiermee wordt nochtans niet gezegd dat er een causaal verband bestaat tussen *compliance* en economisch-sociaal succes.⁸⁴ In de tweede variëte zal de *compliance* enkel door de private regulator kunnen verzekerd worden indien zoals bij de *top-down* opvatting *mutatis mutandis* een kwalitatieve en stringente *monitoring* op poten wordt gesteld.

In derde orde kan de naleving van een *soft law*-norm en het verwerven van ‘incidenteel’ bindende werking enkel via een goed georganiseerde **toezichtstructuur** gerealiseerd worden. Aangezien *compliance* van *top-down* zelfregulering afhankelijk is van de kwaliteit van het toezicht, stampen men open deuren in door te stellen dat de overheid de *monitor* bij uitstek is.

⁸² P. EIJLANDER, P.C. GILHUIS en J.A.F. PETERS (Eds.), *Overheid en zelfregulering. Alibi voor vrijblijvendheid of prikkel tot actie*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1993, 7; J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 7

⁸³ W. VAN GERVEN, *Met recht en rede*, Tielt, Lannoo, 1987, 163

⁸⁴ K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het “beginsel van de juiste prijs”” in X. (ed.), *Liber Amicorum André Bruyneel: Synthèses de droit bancaire et financier*, Bruylant, Brussel, 2008, 461-462

Per slot van rekening is hij “*met zijn georganiseerd en monopolistisch geweldapparaat bijzonder goed in staat [...] het gedrag van zijn onderdanen te beïnvloeden via juridische sancties [...] en politieke gunsten.*”⁸⁵ Nochtans zal zij vaak de reguleringstaak en de bijhorende verantwoordelijkheden – vaak omwille van haar eigen (budget-economische) onmacht de rechtsregels te handhaven - aan het maatschappelijk middenveld delegeren opdat zij een beter regulerend alternatief zou kunnen voorstellen en het overheidsapparaat zou ontlasten.⁸⁶ Een overheid kan evenwel beslissen de teugels niet helemaal te laten botvieren, en een minimale overheids*monitoring* organiseren. Het betreft de permanente mogelijkheid voor de staat om bij strijdigheden van de zelfregulering met dwingend recht en algemene rechtsbeginselen als wetgever op te treden en discrepanties of eventuele onduidelijkheden in de *soft law*-regulering weg te werken. Thans, “*de essentie van de top-down benadering ligt dus in het feit dat de bevoegdheid tot zelfregulering door de overheid aan betrokken wordt gedelegeerd, althans gecontroleerd wordt overgelaten.*”⁸⁷ Veel problematischer is het *monitoren* door een private instantie op de individuele *compliance* met een *bottom-up* geïnspireerde zelfregulering.⁸⁸ Hiervoor is namelijk meer betrokkenheid van de marktdeelnemers gevraagd dan bij het *monitoren* van formele wetgeving of door de overheid geïnitieerde zelfregulering.⁸⁹ Zonder overheidsinterventie is het ‘semi-autonome sociale veld’⁹⁰ namelijk op zichzelf aangewezen om de *compliance* met de gedragsnormen die ze uitvaardigt af te dwingen. Dergelijke private ‘derde partij-controle’ kan op verschillende wijze georganiseerd worden. *Compliance* kan met *incentives* vanwege de regelgever gestimuleerd worden.⁹¹ Bovendien kan een regulator, indien hij de hoedanigheid heeft van een vereniging of beroepsorganisatie, zijn leden als normadressanten onder dreiging van uitsluiting ertoe aanmanen zijn gedragsregels te respecteren.⁹² Typisch voorbeeld hiervan is

⁸⁵ B. BOUCKAERT, *Algemene rechtsleer en rechtsmethodiek*, Antwerpen, Maklu, 2002, 46

⁸⁶ J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, p. 7, voetnoot 11

⁸⁷ J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 8

⁸⁸ De noodzaak voor *monitoring* van *bottom-up* zelfregulering vindt zijn oorsprong in het *proces* van zelfregulering (naast haar productief aspect), waarbij een bepaalde groep niet alleen regels scheidt maar deze ook dient te handhaven met betrekking tot het eigen gedrag. Zie verder: J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 12

⁸⁹ EAP, 20

⁹⁰ S.F. MOORE, “Law and social change; the semi-autonomous social field as an appropriate subject of study”, *L. & Soc.Rev.* 1973, 7; J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 11

⁹¹ Hierbij tendert men echter meer en meer naar het contractenrecht dat wederzijds gemaakte natuurlijke verbintenissen op zich niet als bindend beschouwt, maar waarbij de vrijwillige (gedeeltelijke) naleving ervan een juridisch bindende verbintenis kan creëren in hoofde van de nalever (zie *infra*).

⁹² Op dezelfde wijze zetten vroeger handelsorganisaties rebelse handelaars uit de gilden en verboden ze hen hierdoor nog aan enige handelsactiviteit deel te nemen, indien ze de uitspraken van de handelsrechters niet

de London Stock Exchange die beursgenoteerde ondernemingen verplicht de Combined Code on Corporate Governance te ondertekenen en na te leven. Bij *non-compliance* dreigt de *delisting*. Een ander middel om *compliance* te bevorderen is het uiterst precies formuleren van een gedragsnorm. Indien er duidelijk omschreven subjectieve rechten uitgedrukt zijn in een zelfregulerende norm en deze een onvoorwaardelijk recht schept, dan is de stap voor de burger veel kleiner om aan de norm een zekere draagwijdte te verlenen bij het gebruik ervan aan de onderhandelingstafel met de regulator⁹³, enerzijds, of bij de juridisering ervan voor de rechtbank, anderzijds.⁹⁴ De eerste afdwingingmethode is die van de ‘tweede partij-controle’ waarbij de normadressant, “*zowel in informele als formele afspraken, [zal] pogen met een vorm van “zelfhulp” de andere partij te bewegen tot naleving van de afspraken*”⁹⁵. De rechter, fungerend als statelijke ‘derde-partij-controle’⁹⁶, zal bovendien in de tweede vermelde afdwingingmethode meer geneigd zijn een *soft law*-norm als grondslag voor een juridische gefundeerde uitspraak aan te nemen indien ze voldoende duidelijke verbintenissen schept.

2.2.3 Flexibiliteit in inhoud en *compliance*

Om nauwer aan te leunen bij de praktijkervaringen is een zelfregulerende norm voorts gekenmerkt door haar eenvoud, **flexibiliteit** en gedeformaliseerd karakter⁹⁷ zodat ze precies op snel wijzigende omstandigheden kan inspelen.⁹⁸ Het is net die veralgemenende benadering die ervoor zorgt dat *soft law*-verbintenissen ook flexibeler zijn in hun *compliance* en dus ook makkelijker na te leven.⁹⁹ Zelfregulering kan zelfs op rijzende problemen vooruitlopen en ze *a priori* oplossen.¹⁰⁰ Men mag echter niet blind zijn aan de risico’s die dergelijke flexibiliteit met zich meedragen. Te grote verscheidenheid is nefast voor de effectiviteit, de slagkracht en

naleefden. Voor verdere toelichting, zie: B. BOUCKAERT, *Algemene rechtsleer en rechtsmethodiek*, Antwerpen, Maklu, 2002, 46

⁹³ B. BOUCKAERT, *Algemene rechtsleer en rechtsmethodiek*, Antwerpen, Maklu, 2002, 43

⁹⁴ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 292

⁹⁵ B. BOUCKAERT, *Algemene rechtsleer en rechtsmethodiek*, Antwerpen, Maklu, 2002, 43

⁹⁶ B. BOUCKAERT, *Algemene rechtsleer en rechtsmethodiek*, Antwerpen, Maklu, 2002, 43

⁹⁷ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 107

⁹⁸ H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 774

⁹⁹ EAP, 11; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 24;

¹⁰⁰ K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *TRV* 2006, 83

telos van de gedragsnorm in kwestie.¹⁰¹ Indien flexibiliteit gestimuleerd wordt, creëert men namelijk opportuniteiten voor normadressanten om *in se* binnen de *compliance* van de regel te blijven, maar tegelijk de achterliggende doelstelling van de norm te omzeilen. “*The struggle is for a style which matches commercial reality and need, so that compliance is useful and fits a wide variety of contexts.*”¹⁰²

2.3 Teleologie en functionaliteit van soft law

Plaatst men *soft law* in een doelmatige en functiegebonden context, dan merkt men dat ze ontstaat, ofwel door culminerende behoeften aan coördinatie, ofwel door de eis van een zwakkere in de samenleving om een situatie van ongelijkheid uit de wereld te helpen.¹⁰³

De *telos* van *soft law* kan vanuit een viertal functies benaderd worden.¹⁰⁴ Eerst en vooral wordt zelfregulering gebruikt om haar normadressanten te informeren, zonder gedragsbeïnvloedend te willen werken.¹⁰⁵ Overheden achten het vaak onopportunity om op korte termijn bindende regelgeving uit te vaardigen. Om de belangen van hun rechtsonderhorigen evenwel niet te verwaarlozen en door het *publicum* als besluiteloos bestempeld te worden, openbaren zij dikwijls een mededeling met daarin een algemene stand van zaken betreffende reeds genomen en nakende maatregelen in een bepaald rechtsdomein.¹⁰⁶

Ten tweede gaat aan alle ‘inherent’ bindende wetgeving een niet-bindende, al dan niet gepubliceerde *soft law*-akte vooraf. *In se* vervult deze akte slechts een wetvoorbereidende functie (*pre-law* functie), waarbij haar taak er voornamelijk in bestaat obstakels aan eventuele toekomstige *hard law* weg te werken.¹⁰⁷

¹⁰¹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 24

¹⁰² J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 491

¹⁰³ H. WEYERS, “Zelfregulering”, *RdW* 2003, 3

¹⁰⁴ J. STAMHUIS, “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscodes van Shell”, *RdW* 2003, p. 5, voetnoot 3 vermeldt vier perspectieven van waaruit *soft law* bekeken kan worden, zijnde: zelfregulering als politiek item, zelfregulering als beleidsinstrument, zelfregulering als sturingsconceptie en zelfregulering als alternatief voor wetgeving

¹⁰⁵ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 28 en 109

¹⁰⁶ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 128; Voorbeeld bij uitstek: het EAP

¹⁰⁷ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 22

Nochtans kan een dergelijk instrument als aanbevelend interpretatiemiddel een grotere, meer bindende draagwijdte krijgen door de aanvaarding van de zelfregulerende interpretatie door de rechtspraak en haar uit de gewoonte ontsproten *compliance*. In dergelijke derde hypothese vervult de akte echter een complementaire functie door bindende wetgeving te verklaren, te interpreteren of zelfs aan te vullen. Deze *post-law* functie van zelfregulering vindt men bijvoorbeeld terug in de aan Europese richtlijnen en verordeningen voorafgaande consideraties, die vaak als primaire interpretatiebron genuttigd worden.

Ten vierde en ten laatste kan “*overheidsreglementering (...) gemakkelijk worden vervangen door zelfregulering die in handen van beroepsverenigingen of corporaties wordt gegeven. Publieke en private regulering zijn met andere woorden verwisselbaar.*” Men spreekt van de alternatieve of *para-law* functie¹⁰⁸ van *soft law* wanneer ze flexibel genoeg is, de *compliance* ervan een uiterst breed draagvlak kent en voldoende waarborgen van *top-down* of *bottom-up* monitoringmogelijkheden aanwezig zijn. In dat geval heeft de akte geen verdere bindende wetgeving meer nodig en kan ze op permanente basis een *para-law* functie blijven vervullen.

2.4 Bruikbare, geconsolideerde definitie van zelfregulering

In het abstraheren van de bovenvermelde kenmerken en reeds aangeboden omschrijvingen, kan ‘zelfregulering’ dan omschreven worden als een al dan niet, door een overheid of maatschappelijk middenveld, geformaliseerd antwoord op de private vraag om via niet *in se* bindende, doch potentieel-geconditioneerde, juridisch relevante normen de naleving van bepaalde, door de normadressant verwachte gedragsaanpassingen met de nodige inhoudelijke flexibiliteit en efficiënt toezicht te verzekeren met het variabele doel om het publiek te informeren, wettelijk-constructief mee te werken, complementariteit aan de uitlegging van wetten aan te bieden of wetvervangend op te treden.

3 Corporate governance: steenhard of zijdezacht?

3.1 Inleiding: duaal agency-probleem

¹⁰⁸ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 108-110 en 169

Na kort te hebben weergegeven wat de specificiteiten van *soft law* zijn, wordt hiernavolgend verduidelijkt in hoeverre dit type van gedragsregulering twee specifieke deelproblemen van *corporate governance*¹⁰⁹ heeft aangepakt en waar het precies botst met *hard law*-instrumenten.

Een eerste centrale kwestie in de Belgische geconcentreerde aandeelhoudersstructuur is **het agency-probleem**¹¹⁰ tussen minderheids- en controlerende aandeelhouders en de *majority control*.¹¹¹ Hoewel op het eerste zicht de referentieaandeelhouder, gezien zijn belang als ‘eigenaar’ van de onderneming, de natuurlijke en best geplaatste *monitor* van het management¹¹² lijkt en de minderheidsaandeelhouder van zijn ervaring en toezicht mee profiteert¹¹³, is het risico reëel dat de referentieaandeelhouder het bestuur onder druk zet om beslissingen te treffen ten gunste van haar eigen belangen in plaats van die van de vennootschap¹¹⁴ en hierdoor de managementsautonomie beperkt.¹¹⁵ “*Large shareholders tend to pursue their own agenda, for example, as supplier of goods or dynastic rulers of a company*”¹¹⁶. Niet volledig onlogisch, gezien de theoretische investeringsdivergentie tussen referentie- en minderheidsaandeelhouder. De eerste zou het recht moeten hebben om te beslissen over de onderneming waarin hij een substantieel bedrag in geïnvesteerd heeft, toch?

¹⁰⁹ Hetzelfde onderscheid wordt gehanteerd door de COMMISSIE; zie in dit verband: Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 56, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

¹¹⁰ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 6; R. KRAAKMAN, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 22

¹¹¹ A.A. BERLE en G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1933, 5

¹¹² K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 71

¹¹³ K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 740; K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 72; K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 6

¹¹⁴ H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 770; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 10, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

¹¹⁵ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 6

¹¹⁶ D. ZETZSCHE, “Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive”, *Journal of Corporate Law Studies*, 2008, Vol. 8, No. 2, 15; Zie ook K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 72

In theorie misschien wel, maar *de facto* schuilt achter het aandelenbezit van de referentieaandeelhouder vaak een netwerk van holdings dat in een piramidale structuur ervoor zorgt dat hij met een minimum aan ‘investering’ in de *top*-holding, de controle – of alleszins een beslissende invloed - kan uitoefenen op de operationele *bottom*-vennootschap onderaan de keten.¹¹⁷ Het gevolg is eerder pervers: met een gelijk investeringsbedrag kan de referentieaandeelhouder via het piramidaal stelsel meer controle uitoefenen op de onderneming dan een minderheidsaandeelhouder die rechtstreeks in de vennootschap ‘belegt’. Deze “*separation of ownership and control is often so high among EU listed companies as to constitute an important incentive for management and controlling shareholders to extract private benefits at the expense of non-controlling shareholders, particularly retail investors and investment and pension funds.*”¹¹⁸ De controlerende aandeelhouder is geneigd de voor hem economisch gunstigste situatie te kiezen en zoveel mogelijk te genieten van de *private benefits of control*¹¹⁹ in plaats van het ontvangen van een laag, aan zijn controle disproportioneel dividend.¹²⁰ “*Pyramid group companies can use such intercorporate income shifting techniques, such as the manipulation of transfer price, to enhance their income tax avoidance efforts*” of “*use such intercorporate income shifting to transfer income and assets away from firms whose cash flows largely accrue to public investors and into firms whose cash flow largely accrue to the controlling family*”.¹²¹ Dit *control enhancing mechanism*¹²²

¹¹⁷ C. VAN DER ELST, *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen: Economisch-juridische analyse in België en Europa*, Brussel, Larcier, 2001, 363; A. A. BERLE en G. C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1933, 72: Zij definiëren ‘pyramiding’ als volgt: “*the owning of a majority of the stock of one corporation which in turn holds a majority of the stock in another-a process which can be repeated a number of times. An interest equal to slightly more than a quarter or an eighth or a sixteenth or an even smaller proportion of the ultimate property to be controlled is by this method legally entrenched.*”

¹¹⁸ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 4, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

¹¹⁹ In de literatuur worden deze privévoordelen gedefinieerd als: “*any benefits that a control person derives from their control of a firm that are not shared proportionally with non-controlling shareholders*”; Zie J.C. COATES, “Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?” in G. FERRARINI, K. HOPT, J. WINTER en E. WYMEERSCH (eds.), *Reforming Takeover and Company Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 690. “*Wealth extraction can take several forms, from outright theft, to transfer pricing or diverting assets from the company at below market prices in favour of insiders, to managerial entrenchment*”: Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 14,

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

¹²⁰ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 10

¹²¹ R. MORCK, “Why some double taxation might make sense: the special case of inter-corporate dividend”, University of Alberta Center for Financial Research Working Paper, 20 maart 2003, nr. 03-01, 2

¹²² “*Control-Enhancing-Mechanisms (CEMs) should be primarily understood as the institutional arrangements (e.g. taken by the listed company itself) creating a discrepancy in the relation between financial ownership and*

(hierna: CEM) kan *de facto* zeer winstgevend zijn doordat de *private benefit extraction* door de referentieaandeelhouders vooral gebeurt ten voordele van andere private belangen in verbonden groepsvennootschappen.¹²³ Bovendien beperkt de aanwezigheid van een grootaandeelhouder de creativiteit van de onderneming aangezien de vennootschap slechts over een beperkt aantal aandeelhouders beschikt die inhoudelijk nuttige meningen kunnen leveren omtrent te nemen vennootschapsbeslissingen.¹²⁴ Meer nog, de raad van bestuur zal op aangeven van haar controlerende aandeelhouder minder geneigd zijn risicovolle, doch soms economisch nuttige investeringen te doen om het bedrijf expansiegericht te laten evolueren. Haar focus zal zich richten tot het sluiten van transacties die zijn controle zullen verhogen en de dividendverdeling zullen beperken om zijn zoektocht naar meer private voordelen te laten doorwegen op de natuurlijke expansie van het bedrijf.¹²⁵ De minderheidsaandeelhouder wordt drievoudig geschaad. Ten eerste rendeert zijn belegging niet meer omwille van economische suboptimalisatie en ontvangt hij minder dividenden dan indien de vennootschap wel ongeremd winstmaximalisatie zou nastreven. Ten tweede, door het verlies aan waarde van de onderneming tengevolge van haar economische onderontwikkeling noteert de marktwaarde van het beursaandeel aanzienlijk lager. Ten derde zorgt de aanwezigheid van een aandeelhouder, die via CEMs controle verworven heeft, voor een reductie in de prijs van het aandeel omwille van de afwezigheid van een *control premium* (d.i. het economische surplus dat een potentiële overnemer bovenop de netto-waarde van de onderneming zou betalen).¹²⁶

Minderheidsaandeelhouders en institutionele beleggers¹²⁷ in het bijzonder gaan echter ook niet volledig vrijuit, maar zijn “*sometimes also unwilling, to exercise the responsibilities of*

voting power with the result that a shareholder can increase his control without holding a proportional stake of equity.” Zie Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 10, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

¹²³ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 7

¹²⁴ H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 769

¹²⁵ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 11

¹²⁶ C. VAN DER ELST, “The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 38

¹²⁷ Onder het begrip ‘institutionele belegger’ dienen voor het doel van dit onderzoek zowel banken, verzekeraars, pensioenfondsen als instellingen voor collectieve belegging begrepen te worden. Betreffende de definitie van deze laatste, zie art. 1, 2° lid Richtl. Raad nr. 85/611/EEG, 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe’s), *Pb.L.* 31 december 1985, afl. 375, 3-18: “*instellingen- waarvan het uitsluitend doel is de collectieve belegging in*

ownership of corporations.”¹²⁸ Zij vertegenwoordigen medio 2008 7,4 % van de beurskapitalisatie van de Belgische genoteerde ondernemingen.¹²⁹ Maar hun participaties liggen meestal onder 5% en zijn dus niet meldingsplichtig.¹³⁰ In hun hoedanigheid van minderheidsaandeelhouder wordt meer en meer kritiek geuit op de passieve rol¹³¹ die zij spelen in de *monitoring* van het bestuur van de vennootschappen waarin zij participaties aanhouden.¹³² Illustratief in dit verband is de lage opkomst van institutionele beleggers in de aandeelhoudersvergaderingen van beursgenoteerde vennootschappen.¹³³ Slechts 44% van de

*effecten van uit het publiek aangetrokken kapitaal, met toepassing van het beginsel van risicospreiding, en – waarvan de rechten van deelneming op verzoek van de houders ten laste van de activa van deze instellingen direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald. Met dergelijke inkopen of terugbetalingen wordt gelijkgesteld ieder handelen van een icbe om te voorkomen dat de waarde van haar rechten van deelneming ter beurze aanzienlijk afwijkt van de intrinsieke waarde” en 3^e lid: “Deze instellingen kunnen rechtens geregeld zijn bij overeenkomst (beleggingsfondsen beheerd door een beheermaatschappij), als trust (unit trust) dan wel bij statuten (beleggingsmaatschappij)”. Dezelfde indeling vindt men terug in C. VAN DER ELST, “The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 26-28*

¹²⁸ W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E.

WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 177

¹²⁹ S. MICHELSSEN, “Referentieaandeelhouder dominant in Brussel”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 15; Dit cijfer is een daling van ongeveer 10% in vergelijking met de cijfers van medio 1997 toen de institutionele beleggers nog goed waren voor 17,72 %. Zie ter vergelijking, C. VAN DER ELST, *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen: Economisch-juridische analyse in België en Europa*, Brussel, Larcier, 2001, 51

¹³⁰ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 102; J. VAN WATERSCHOOT, “Corporate Governance: de aandeelhouders achter de beursgenoteerde bedrijven”, *Bank Fin.* 1997, 430;

¹³¹ Hun vertwijfelend gedrag is echter deels verantwoordbaar. Historisch gezien werden instellingen voor collectieve belegging (ICB’s of UCITS genoemd) sinds 1957 niet eens toegelaten tot het uitoefenen van de stemrechten gekoppeld aan de aandelen die zij voor hun leden aanhielden, wat hen feitelijk dwong de Wall Street-rule te volgen en met hun voeten te stemmen door hun aandelen van de hand te doen (K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 747; Art. 2, 4^e lid Wet 27 maart 1957 betreffende de gemeenschappelijke beleggingsfondsen en tot wijziging van het Wetboek der zegelrechten en het Wetboek der met het zegel gelijkgestelde taxes, *BS* 13 april 1957). Slechts sinds 1990 werd hun fluisterende stem effectief gehoord, zijnde echter in beperkte mate doordat ICB’s geen participatie in vennootschappen mochten aanhouden die een invloed van betekenis zou kunnen bewerkstelligen (E. WYMEERSCH, “Institutional Investors and Financial Groups and their Impact on Corporate Governance in Belgium” in T. BAUMS, R. BUXBAUM en K. HOPT (Eds.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlijn / New York, Walter de Gruyter, 1994, 356; Art. 126 Wet 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten, *BS* 22 december 1990; Art. 42 KB van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging, *BS* 9 maart 1991).

¹³² E. WYMEERSCH, “Institutional Investors and Financial Groups and their Impact on Corporate Governance in Belgium” in T. BAUMS, R. BUXBAUM en K. HOPT (Eds.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlijn / New York, Walter de Gruyter, 1994, 357; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 766

¹³³ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 103; In het geval van de buitengewone algemene vergadering van Fortis op 11 februari kwam slechts 20% van de stemgerechtigde aandeelhouders opdagen. Zie in dit verband P. BLOMME, S. MICHELSSEN en M. SEPHIHA, “Fortis wordt nachtmerrie”, *De Tijd* 12 februari 2009, 1; J. LANNOO en P. SUY, “Fortis organiseert extra algemene vergadering”, *De Tijd* 8 november 2008, 6. Onder de aanwezigen waren weliswaar groeperingen die kleine aandeelhouders vertegenwoordigden, zoals Deminor en enkele andere beleggingsclubs, doch dergelijke verenigingen zijn niet te vergelijken met institutionele beleggers doordat zij geen apart management team hebben die de aandelen in naam van hun leden verhandelen.

aandeelhouders daagt op op de jaarlijkse algemene vergadering van de BEL-20-index genoteerde bedrijven.¹³⁴ Deze ‘rationele apathie’¹³⁵ om een stem uit te brengen volgt uit de belangendivergentie tussen referentie- en/of meerderheidsaandeelhouders, enerzijds, en minderheidsaandeelhouders, anderzijds.¹³⁶ Er wordt vanuit gegaan dat grootaandeelhouders in verband met de onderneming waarin ze aanzienlijk ‘geïnvesteerd’ hebben, een lange termijnperspectief nastreven in functie van stabiliteit, continuïteit en expansie.¹³⁷ Aan de andere kant van het spectrum worden instituten voor collectieve belegging (hierna: ICB’s) in het bijzonder geïnteresseerd op hun korte termijnattitude om louter en alleen ‘beleggingsmeerwaarden’ voor hun cliënten na te streven.¹³⁸ Eens de rendementsverwachtingen ingelost zijn, stappen ze ofwel uit de beurs ofwel naar een andere ondergewaardeerde beursgenoteerde vennootschap. Dergelijke *all-for-one*-, doch niet *one-for-all*-mentaliteit, fronst sinds oudsher menige wenkbrauwen en deed de roep naar meer *opinion leadership* steeds luider klinken.¹³⁹ “*The problem is that small shareholders lack the economic incentives to spend resources to control management.*”¹⁴⁰ Om een daadkrachtig toezicht op het management uit te bouwen dienen kleine aandeelhouders zich te verenigen, aandeelhoudersovereenkomsten dienen gesloten te worden,¹⁴¹ administratieve kosten om *de facto* op de algemene vergadering te verschijnen dienen ondernomen te worden en zelfs auditstudies dienen op poten gezet te worden.¹⁴² M.a.w. het sop om te investeren in een

¹³⁴ X, “Aandeelhouders Bel20-bedrijven stemmen amper”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 15

¹³⁵ Voor een analyse van dit probleem, zie de referenties in H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 12; A.A. BERLE en G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1933, 86-87 verduidelijken als volgt: “*his personal vote will count for little or nothing at the meeting unless he has a very large block of stock, the stockholder is practically reduced to the alternative of not voting at all or else of handing over his vote to individuals over whom he has no control and in whose he did not participate.*” Zie ook: C. BLANAID, “Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control”, *Journal of Business Law* 2006, 358

¹³⁶ L. CORNELIS en A. FRANCOIS, “De doorwerking van komende Europese regelgeving in het vennootschapsrecht: Europese beïnvloeding van de Belgische Corporate Governance”, *RW* 1995-1996, 1185

¹³⁷ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 71; L. BERTRAND en J. SUYKENS, “Corporate Governance: standpunt van de referentie-aandeelhouder”, *Bank Fin.* 1997, 452

¹³⁸ H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 771

¹³⁹ K. GEENS, “Corporate governance en Onafhankelijk Bestuur”, *FET* 23 april 1998; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 747;

¹⁴⁰ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 14, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

¹⁴¹ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 486

¹⁴² Bovendien riskeert een institutionele belegger het slachtoffer te worden van een belangenconflict indien hij naast een loutere investering ook nog andere adviesfuncties uitoefent ten gunste van de vennootschap waarin

doelmatige interventiestrategie in het bestuur van de vennootschap is voor ICB's de kool niet waard en dus stemt men liever met zijn voeten (*Wall Street-rule*).¹⁴³ In het laatste decennium blijken institutionele beleggers echter aan een remonte bezig. De *hedge funds*¹⁴⁴ en *private equity funds* kopen meer en meer aandelen in slecht bestuurde vennootschappen en verwerven dankzij de afwezigheid van vele ongeïnteresseerde, kleinere aandeelhouders op de algemene vergadering een vaak doorslaggevende *voting block*¹⁴⁵. Dit laat hen toe een beter toezicht op het management uit te oefenen en de vennootschap van beter bestuur te voorzien. Een aandeelhouder, zij het een *hedged fund* zij het een familiale aandeelhouder, die opereert met een piramidestructuur is echter niet per definitie een goede *monitor* van het management.¹⁴⁶ De kwaliteit van het bestuur hangt uiteindelijk af van de motivatie en inspanningen van de referentieaandeelhouder om toezicht uit te oefenen op het bestuur en management. 'Jaagt' hij net zoals de kleinere aandeelhouders op een riante beleggingsmeerwaarde en zet hij daarbij de tering naar de nering in het toezicht, dan zullen de kleintjes die erin meedelen hem daarvoor dankbaar zijn. Blijft hij echter passief aan de zijlijn wachten tot iemand anders zijn handen vuil maakt en 'hoopt' hij slechts op diezelfde meerwaarde, dan kunnen de minderheidsaandeelhouders wel eens bedrogen uitkomen.¹⁴⁷ Net als in een verspreide aandeelhoudersstructuur is de economisch *incentive* voor een referentieaandeelhouder,

geïnvesteed wordt (K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 27). Aan de ene kant dient hij zijn aandeelhouders tevreden te stellen door het mogelijks winstgevend dienstcontract voorrang te verlenen, echter, met het risico zijn eigen investeringscliënten met een suboptimale portfoliostrategie te belasten aan de andere kant. "A new complex agency relationship, between custodian and ultimate investor, requires governance" om het belangenconflict op te lossen (J. RICKFORD, "Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 486-491).

¹⁴³ J. RICKFORD, "Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 486; W.F. EBKE, "The Impact of Transparency Regulation on Company Law" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 177; K.J. HOPT, "Modern Company Law and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron", *Journal of Corporate Law Studies* 2003, 226 definieert de Wall Street rule voor kleine aandeelhouders als: "to move out of their investment rather than to monitor within the company"

¹⁴⁴ K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 28

¹⁴⁵ H. LAGA en F. PARREIN, "Corporate Governance in a European perspective" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, Draft 9 januari 2009, onuitg., 13

¹⁴⁶ R. MORCK, "Why some double taxation might make sense: the special case of inter-corporate dividend", University of Alberta Center for Financial Research Working Paper, 20 maart 2003, nr. 03-01, 15; H. SWENNEN, "Responsa" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblio, 1999, 770

¹⁴⁷ K. GEENS, "Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblio, 1999, 740

handelend met een piramidale structuur, uiterst miniem, waardoor hij zich niet genoodzaakt voelt om in te grijpen in zijn investering. Omwille van de piramidestructuur moet de referentieaandeelhouder de winstuitkeringen vanuit de gecontroleerde vennootschap met de ‘gewillige’ minderheidsaandeelhouders, die in ‘zijn’ holdings aanwezig zijn, delen. Dergelijke gestimuleerde passiviteit zou niet hebben plaatsgevonden indien de referentieaandeelhouder met een proportionele inbreng geïnvesteerd zou hebben. Er is m.a.w. een dubbele, gelijklopende disproportionaliteit in geconcentreerde aandeelhoudersstructuren: enerzijds, tussen inbreng en controle; en anderzijds, tussen economisch belang en verantwoordelijkheidsgevoel. Een goede *monitoring* hangt dan ook simpelweg af van de interesse die de aandeelhouder (klein of groot) in de onderneming heeft.¹⁴⁸(3.2)

Naast een té actieve referentieaandeelhouder die het bestuur ter zijner gunste tracht te manipuleren, is ook een overpassiviteit van de referentieaandeelhouder nefast voor *good corporate governance*. Het betreft hier een **tweede agency-probleem** tussen het bestuur (*agent*) dat allerlei persoonlijke belangen (cfr. *private benefit extraction* door de bestuurders) nastreeft en de aandeelhouders (*principal*) die enkel belang hebben aan een vennootschap die bestuurd wordt in functie van winstmaximalisatie.¹⁴⁹ Volgens de ‘Berle and Means-doctrine’, zorgt een doorgedreven *separation of power and control* ervoor dat in een Angelsaksische *market-based-system*¹⁵⁰ gekenmerkt door gediversifieerde aandeelhoudersstructuren, “*de managers (...) heer en meester [zijn] in dit model omdat het actionnariaat te verspreid ligt om enige ernstige monitoring van het beleid te verzekeren.*”¹⁵¹ Men riskeert dus het management aan haar lot over te laten, haar alleenheerschappij over de vennootschap te

¹⁴⁸ Ter illustratie: Ping An heeft 5% in Fortis Holding maar oefende geen monitoringbeleid uit tot op het moment dat het serieus slecht ging en het verzocht haar eigen meubelen nog te redden.

¹⁴⁹ L. VAN DEN BERGHE, “Internal Governance: The Neglected Pillar of Good Governance” in X. (ed), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 948; P. NOBEL, “Audit Within the Framework of Corporate Governance” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 200; C. KIRCHNER, “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 342

¹⁵⁰ C. VAN DER ELST, “The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 4 en 15; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 13,

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

¹⁵¹ K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblio, 1999, 736; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 17

bevestigen en tengevolge hiervan de inefficiëntie van het bestuur door een zwak toezicht in de hand te werken (*management control*).¹⁵² (3.3)

3.2 Zelfregulering behulpzaam in zoektocht naar shareholder value?

3.2.1 Algemeen

“At its core, (...) corporate governance is concerned with shareholder value in a market economy or beyond, with an emphasis on long-term wealth creation, leadership, and control.”¹⁵³ In een eerste onderdeel zal besproken worden hoe het streven naar een betere *market for corporate control* via een verhoogde *shareholder value* kan bijdragen tot een deugdelijker ondernemingsbestuur voor de minderheidsaandeelhouders en welke rol *soft law* hierin mogelijkwijze nog te spelen heeft. Of dat dit succes zal hebben, is een andere kwestie: “most countries are imprisoned by their history”¹⁵⁴ en aandeelhoudersstructuren. Bij een goed werkende *market for corporate control* fungeert de dreiging van de komst van een nieuwe controlerende aandeelhouder als een disciplinerende factor ten aanzien van het bestaand management en wordt deze laatste gedwongen het beleid te herzien in functie van de wensen van de onderneming i.p.v. die van de referentieaandeelhouder.¹⁵⁵ “The mere threat of a hostile takeover ensures that the incumbent block-holder will strive to maximise shareholder value”¹⁵⁶. Door de stijgende beurswaarde die de veranderingen teweeg zullen brengen, zullen de minderheidsaandeelhouders makkelijker hun (*free float*-)aandelen behouden en een vijandig *takeover bid* afslaan. Een doorgedreven ‘één aandeel, één stem’-regel (*one share, one vote; à capital égal, vote égal*¹⁵⁷; *eine Aktie, eine Stimme*; hierna:

¹⁵² A. A. BERLE en G. C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York, 1933, 5; H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 769

¹⁵³ P. NOBEL, “Audit Within the Framework of Corporate Governance” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 199

¹⁵⁴ G. ROSSI, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2003, 499

¹⁵⁵ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 6; High Level Group of Company Law Experts, Report on Issues Related to Takeover Bids, 10 January 2002, 19, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf; C. BLANAID, “Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control”, *Journal of Business Law* 2006, 357

¹⁵⁶ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 11, 23

¹⁵⁷ G. SUTENS-BOURGEOIS, *De verhouding meerderheid-minderheid in de N.V.*, Ledeberg, Erasmus, 1969, 90

1S1V¹⁵⁸) zou dergelijke *market for corporate control* rechtsreeks kunnen realiseren. Dit “naar de geest zeker een principe van goede corporate governance”¹⁵⁹ kan indien de uitzonderingen erop worden verboden, evenredigheid constitueren tussen het aandelenbezit in hoofde van een persoon, de stemrechten die aan die aandelen verbonden zijn en de economische rechten (dividend en liquiditeitsuitkeringen) die eraan beantwoorden.¹⁶⁰ Het biedt minderheidsbescherming tegen nadelige *private benefit extraction* aangezien de referentieaandeelhouder een substantieel grotere investeringsinspanning moet leveren om een gelijke mate van controle te kunnen blijven uitoefenen.¹⁶¹ De met zijn investeringsbedrag proportioneel controlerende aandeelhouder zal dus een grotere kost moeten dragen om ten eigen gunste voordelen uit het bedrijf te kunnen halen dan indien hij controle zou verwerven aan de hand van een CEM.¹⁶² WYMEERSCH hoedt zich voor meer restrictieve wetgeving aangaande CEMs aangezien niet bewezen is dat CEMs in alle omstandigheden nadelig zijn voor het succes van de onderneming en haar *share price* en voegt hieraan toe dat, zelfs ingeval van een afwezigheid van een *control premium*, de dreiging van het verplicht overnamebod in Richtlijn 2004/25 (hierna: Overnamerichtlijn)¹⁶³ de prijs van het aandeel zal doen heropleven¹⁶⁴ en de *market for corporate control* zal heropenen. Indien het

¹⁵⁸ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 1

¹⁵⁹ K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblio, 1999, 744

¹⁶⁰ Kortom, de aandeelhouder die 50 % + 1 aandeel verwerft door een investering die iets meer dan 50 % van het kapitaal vertegenwoordigt, en iets meer dan 50 % van de totale uit te keren dividenden ontvangt na een beslissing van de algemene vergadering waarin hij 50 % + 1 stem heeft uitgeoefend, is een volledig proportionele aandeelhouder. Zie in dit verband: K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 7

¹⁶¹ C. VAN DER ELST, “The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH, (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 13

¹⁶² K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 10 en 22

¹⁶³ Art. 5, lid 1 Richtl. Eur. Parl. en de Raad nr. 2004/25/EG, 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 142, 12-23 stelt: “De lidstaten dragen er zorg voor dat een natuurlijke of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen, effecten van een vennootschap als bedoeld in artikel 1, lid 1, in zijn bezit krijgt welke - in voorkomend geval samen met de effecten die hij reeds bezit en de effecten die in het bezit zijn van in onderling overleg met hem handelende personen -, rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap. Dat bod wordt zo spoedig mogelijk gedaan aan alle houders van effecten, voor al hun effecten en tegen de in lid 4 bepaalde billijke prijs.”

¹⁶⁴ E. WYMEERSCH, “‘One Share, One Vote’ ou proportionalité du droit de vote des actions” in X. (ed.), *Liber Amicorum Guy Keutgen*, Brussel, Bruylant, 2008, 221

aandelenbezit een bepaalde, door de Lidstaten zelf te bepalen drempel overschrijdt en een verplicht overnamebod moet geplaatst worden, zullen referentieaandeelhouders ervan afschrikt worden een participatie aan te houden die de drempel naar boven toe dreigt te benaderen (*ex ante*-effect).¹⁶⁵ De drempel (30% in België)¹⁶⁶ wordt het feitelijke maximum dat een referentieaandeelhouder zal willen aannemen en induceert een meer verspreid aandeelhouderschap in de vennootschap.¹⁶⁷ In theorie worden de minderheidsaandeelhouders beschermd doordat ze een faire prijs met controlepremie verwerven bij een eventueel verplicht bod, al dan niet gevolgd door een beter vrijwillig tegenbod.¹⁶⁸ (3.2.2)

C. BLANAID bekritiseert het nut van de *market for corporate control* voor een verhoogde *shareholder value* echter. Ten eerste is het niet zeker dat er een empirisch bewezen band kan worden vastgesteld tussen managementefficiëntie en de marktwaarde van een beursaandeel. Een tweede drogreden bestaat er volgens hem in dat de verkoop van aandelen door de aandeelhouders causaal gelinkt zou zijn aan het onderpresteren van het management. Aandeelhouders worden gekenmerkt door hun rationele apathie en durven zonder enige fout

¹⁶⁵ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 10

¹⁶⁶ art. 5 Wet 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, BS 26 april 2007 en art. 50 KB 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, BS 23 mei 2007

¹⁶⁷ Nochtans is een omgekeerde trend merkbaar, daar referentieaandeelhouders die meer dan 30 % aanhouden volgens een recente studie van de Brusselse beursactiviteiten hun belang stelselmatig verhogen om verlost te zijn van de dreigende verplichting om de rest van de aandelen aan te kopen. Voor de directe resultaten van dit onderzoek, zie S. MICHELESEN, “Referentieaandeelhouder dominant in Brussel”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 15 en een eerste commentaar hierop in K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 10

¹⁶⁸ Deze in principe good governance stimulerende regel wordt echter drastisch afgezwakt doordat bestaande participaties die de drempel reeds overschreden vóór de inwerkingtreding van de richtlijn en de omzettingwetgeving, buiten schot blijven en de verplichting tot overname uitblijft. Het is voorts onzeker of op uiterst lange termijn dit *grandfathering*-effect zal uitwerken. Het Belgisch financieel recht kende reeds vóór de Overnamerichtlijn een gelijkaardig systeem, waarbij een overnamebod werd opgedrongen aan de aandeelhouder die in feite (en *a fortiori* ook in rechte) controle verwierf over de vennootschap waarin hij aandelen aanhield (oud art. 41-44 KB 8 november 1989 op de openbare overnameaanbiedingen en de wijzigingen in de controle op vennootschappen, BS 11 november 1989; ook wel het “De Benedetti-KB” genoemd). Een ommekeer in het type aandeelhouderstructuur in Belgische beursgenoteerde vennootschappen heeft dit echter niet tot gevolg gehad, althans geen enkel empirisch bewijs van dergelijk effect is tot op heden gevonden. Men kan dan ook twijfelen aan de afschrikkende werking van dergelijk ‘mandatory bid’, tenminste in zijn huidige vorm. Eventueel aan te raden valt het drempelpercentage in België gradueel te verlagen van 25% naar 20%, 15% en uiteindelijk 10%, waarbij per verlaging een tijdsperiode van 5 of 7 of 10 jaar gelaten wordt opdat de ondernemingen zich voldoende aan de regeling zouden kunnen aanpassen. In combinatie met een *grandfathering*-regel die slechts bij een tweede drempelverlaging ondernemingen tot *compliance* dwingt van de eerste drempelverlaging, wordt een verspreid aandeelhouderschap over een vooraf bepaalde periode gecontroleerd gestimuleerd. Een aandeelhouder die nu 28% aanhoudt zal dan bij de eerste drempelverlaging tot 25 % kunnen ‘*grandfatheren*’ tot op het moment van de inwerkingtreding van de tweede drempelverlaging tot 20 %. Op dit tijdstip zal de aandeelhouder moeten kiezen tussen ofwel het verkopen van 3% + 1 aandeel ofwel het plaatsen van een overnamebod op de overige 72 % van de stemrechtverlenende aandelen.

van het bestuur met hun voeten te stemmen¹⁶⁹ (cfr. KBC eind januari 2009).¹⁷⁰ Een derde assumptie is de ernst van het mismanagement dat een lagere prijs in de overname voor de *offeror* zou rechtvaardigen. Vaak zal de prijsverlaging onevenredig zijn aan de mate van het inefficiënt bestuur van de vennootschap zodat de bidder geen voordeel ziet in een te dure overnameprijs, inclusief de overnamepremie.¹⁷¹ Er wordt dan ook gesteld dat een *market for corporate control* “*can serve only as a remedy of last resort for massive managerial failures and not as the principal enforcer of corporate accountability*”¹⁷². Daarom wordt in subsidiaire orde nagekeken of een **verhoogde inspanning inzake aandeelhoudersrechten** mogelijkwijze niet beter kan bijdragen tot een verhoogde interesse van minderheidsaandeelhouders om het bestuur te *monitoren* en op lange termijn tot een hogere *shareholder value* kan leiden en welke rol zelfregulering hierin te vervullen heeft. (3.2.3)

3.2.2 ‘Market for corporate control’ via 1S1V

3.2.2.1 Nationale regulering

Tot het verbod in 1934¹⁷³ was de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht in België toegelaten en werd het zelfs veelvuldig gebruikt¹⁷⁴. Niettegenstaande herhaaldelijke pogingen¹⁷⁵ om van het proportionaliteitsbeginsel af te wijken, geeft art. 541 W. Venn. heden

¹⁶⁹ C. BLANAID, “Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control”, *Journal of Business Law* 2006, 358

¹⁷⁰ KBC verloor zonder enige foutieve managementbeslissing in drie dagen tijd ongeveer de helft van haar waarde: P. SUY, “Beleggers laten KBC vallen”, *De Tijd* 17 januari 2009, 1; J. LANNOO en S. SINNAEVE, “KBC kan koersduik niet afstoppen”, *De Tijd* 20 januari 2009, 3

¹⁷¹ C. BLANAID, “Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control”, *Journal of Business Law* 2006, 360

¹⁷² J. COFFEE, “Regulating the Market for Corporate Control: a Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance”, *Col.L.Rev.* 1984, 1153

¹⁷³ Art. 3 Arrêté Royal nr. 26 du 31 octobre 1934 concernant le vote dans les sociétés commerciales, *MB* 2-3 novembre 1934 dat stelde: “*Lorsque ces actions ou parts sont de valeur égale, chacune donne droit à une voix. Lorsqu’elles sont de valeurs inégales ou que leur valeur n’est pas mentionnée, chacune d’elles confère de plein droit un nombre de voix proportionnel à la partie du capital qu’elle représente, en comptant pour une voix l’action ou la part représentant la quotité la plus faible; il n’est pas tenu compte des fractions de voix.*”; J. BAUGNIET, *La réglementation du droit de vote dans les sociétés anonymes*, Brussel, Bruylant, 1935, 106. De proportionaliteit werd door dit KB zelfs extra aan banden gelegd doordat aandeelhouders slechts met een totaal van 1/5 van alle aandelen of maximum met 2/5 van de aanwezige aandelen op een algemene vergadering stemmen. Zie voor een verdere historische achtergrond: J. BAUGNIET, *La réglementation du droit de vote dans les sociétés anonymes*, Brussel, Bruylant, 1935, 9

¹⁷⁴ J. BAUGNIET, *La réglementation du droit de vote dans les sociétés anonymes*, Brussel, Bruylant, 1935, 16

¹⁷⁵ Art. 2 Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen, alsmede van artikel 1 van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl. St. Senaat* 2003-2004, nr. 3-387/1, 7 trachtte een nieuw art. 482bis, §1 W.Venn. in te voeren dat zou gesteld hebben: “*Naamloze vennootschappen kunnen aandelen met meervoudig stemrecht uitgeven, bij besluit van de buitengewone algemene vergadering, beslissend zoals bepaald in artikel 560bis of artikel*

ten dage dit nauwelijks gewijzigd¹⁷⁶ principe weer door aandelen met een gelijke waarde recht te geven op één stem. Waar de aandelen verschillende waarde hebben, wordt aan het aandeel met het laagste bedrag één stem toegekend.¹⁷⁷ Desalniettemin, laat art. 544 W.Venn. het statutair gebruik van stemrechtbeperkingen mits gelijke toepassing voor alle aandeelhouders uitdrukkelijk toe.¹⁷⁸ Het gebruik van meervoudige stemrechten is anders dan aandelen zonder stemrecht, gecertificeerde aandelen met stemrecht voor de uitgever van het certificaat en het voorkeurrecht uit den boze.¹⁷⁹ De regel wordt in België echter, net als in overige Lidstaten die het 1S1V-principe huldigen, via het gebruik van holdings en piramidestructuren drastisch uitgehold.¹⁸⁰

Waar er geen aanbevelingen omtrent uitoefening van stemrechten in de drie verschillende *corporate governance*-codes van het VBO, de CBFA en de Beurs van Brussel van 1998 vervat lagen¹⁸¹, herhaalt de BCCG¹⁸² de reeds bestaande wetgeving uiterst vaag: “*the company should treat all shareholders equally and respect their rights.*”¹⁸³ Nog minder

594bis. *Geen enkel aandeel mag recht geven op meer dan vijf stemmen. De houder van een aandeel met meervoudig stemrecht mag niet deelnemen aan de stemming met een aantal stemmen lager dan het aantal stemmen waarop hij recht heeft.*”

¹⁷⁶ Wet 18 juli 1991 tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van een doorzichtige organisatie van de markt van de ondernemingen en van de openbare overnameaanbiedingen, BS 26 juli 1991 voerde aandelen zonder stemrecht in, maar er wordt in de praktijk geen gebruik van gemaakt.

¹⁷⁷ Art. 541, 1^e en 2^e lid W.Venn. stelt: “*Wanneer de aandelen gelijke waarde hebben, geven zij elk recht op één stem. Zijn zij niet van gelijke waarde of is hun waarde niet uitgedrukt, dan geven zij elk van rechtswege recht op een aantal stemmen naar evenredigheid van het gedeelte van het kapitaal dat ze vertegenwoordigen, met dien verstande dat het aandeel dat het laagste bedrag vertegenwoordigt, voor één stem wordt aangerekend*”; M. WYCKAERT, *Kapitaal in N.V. en B.V.B.A.: Vermogens- en kapitaalvorming door inbreng – Rechten en plichten van vennoten*, Kalmthout, Biblo, 1995, 393

¹⁷⁸ Art. 544 W.Venn. stelt: “*De statuten kunnen het aantal stemmen waarover iedere aandeelhouder in de vergaderingen beschikt, beperken, op voorwaarde dat die beperking verplicht van toepassing is op iedere aandeelhouder zonder onderscheid van het effect waarmee hij aan de stemming deelneemt.*”

¹⁷⁹ H. DE WULF, “Meervoudig stemrecht in vennootschappen: flexibiliteit gewenst” in X. (ed.), *Van alle markten – Liber Amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen/Oxford, Intersentia, 2008, 374

¹⁸⁰ E. WYMEERSCH, “‘One Share, One Vote’ ou proportionalité du droit de vote des actions” in X. (ed.), *Liber Amicorum Guy Keutgen*, Brussel, Bruylant, 2008, 211; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 744

¹⁸¹ K. LANNOO, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER en E. LOESBERG (eds.), *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 160

¹⁸² Vooreerst, maakt de Code gebruik van ruime ‘Principles’ “*which are the pillars of good corporate governance*” en die elke (beursgenoteerde) vennootschap dient na te leven. Vervolgens, kleurt de code dergelijke principes in met meer specifieke ‘Provisions’, welke niet anders zijn dan “*recommendations describing how to apply the Principles*”. Hun afdwingbaarheid wordt gegarandeerd door het koppelen van dergelijke bepalingen aan een *comply or explain-principe*, waarbij 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. Ten derde en ten laatste, worden de ‘Provisions’ aangevuld met ‘Guidelines’, “*providing guidance on how the company should implement or interpret the provisions*”. Van hen wordt niet vereist dat ze worden nageleefd aangezien deze regels slecht kwalitatief van aard zijn en niet normatief. Zie: BCCG 12 maart 2009, 7-8

¹⁸³ Bepaling 8.1 BCCG 12 maart 2009, 24

verplichtend klinkt het in Bepaling 8.11 dat enkel de raad van bestuur aanspoort om de controlerende aandeelhouders te motiveren hun stemrecht uit te oefenen met respect voor de belangen van de minderheidsaandeelhouders.¹⁸⁴

3.2.2.2 Europese patstelling

A) Wenselijkheid van een Europees ISIV

In het verleden heeft de Europese wetgever reeds tevergeefs gestreden om ISIV in een Vijfde vennootschapsrechtelijke Richtlijn in te voeren.¹⁸⁵ Hoewel “*a certain consensus within the member states in favor of their proportionality to the subscribed capital, and, thus, of the elimination of any measures allowing a minority, by controlling the voting rights, to circumvent any control of such minority by the general meeting of shareholders*”¹⁸⁶ in een rapport op vraag van de COMMISSIE gevonden werd en ze twaalf jaar later vaststelde dat het gebruik van CEMs drastisch afnam en dat de wetgeving in zowat alle Lid-Staten naar een gelijkaardig proportionaliteitsbeginsel toegroeide,¹⁸⁷ blijven de uitzonderingen op ISIV in

¹⁸⁴ Bepaling 8.11 BCCG 12 maart 2009, 25 bepaalt: “*For companies with one or more controlling shareholder(s), the board should endeavour to have the controlling shareholder(s) make a considered use of its/their position and respect the rights and interests of minority shareholders.*”

¹⁸⁵ Bij het voorstel van een 5^e vennootschapsrichtlijn in 1972 werd het principe van ‘one share, one vote’ op tafel gelegd omdat er werd van uitgegaan dat aandeelhouders zich beter zouden engageren om het management te monitoren met een gelijkbehandelend stemrecht, maar uiteindelijk werd het voorstel toch verworpen: Art. 33, lid 1 Voorstel voor een vijfde richtlijn van de Raad strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, lid 2, van het Verdrag om de belangen te beschermen, zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen, *Pb.C.* 13 december 1972, afl. 131, 56 dat stelt: “*Het stemrecht van de aandeelhouder is evenredig aan het door zijn aandeel vertegenwoordigde gedeelte van het geplaatste kapitaal.*” Zelfs het alternatief introduceren van minder intrusieve maximumgrenzen op het gebruik van stemrechtbeperkingen per aandeel (wat *de facto* ook leidt tot disproportionaliteit) werd terzijde gesteld: Art. 33, 2^e lid van de derde wijziging van het Voorstel voor een vijfde richtlijn van de Raad gebaseerd op artikel 54 van het EEG-Verdrag met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen, *Pb.C.* 20 november 1991, afl. 321, 9 dat stelde: “*In afwijking van het bepaalde in lid 1, kunnen de wetgevingen van de Lid-Staten toestaan dat in de statuten het stemrecht wordt beperkt of uitgesloten voor aandelen waaraan bijzondere patrimoniale voorrechten zijn verbonden. Dergelijke aandelen kunnen slechts worden uitgegeven ten belope van 50 % van het geplaatste kapitaal. Indien aan de uit deze aandelen voortvloeiende verplichtingen niet volledig wordt voldaan door de vennootschap binnen een termijn van ten hoogste drie opeenvolgende boekjaren, verkrijgen de houders van deze aandelen, in evenredigheid met het door deze aandelen vertegenwoordigde gedeelte van het geplaatst kapitaal, gelijk stemrecht als de andere aandeelhouders; dit stemrecht kunnen zij uitoefenen zolang zij niet kunnen beschikken over de bedoelde patrimoniale voorrechten.*”; K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 27 en 31; A. POUTIANEN, “Shareholders and Corporate Governance: The Principle of One Share One Vote”, *EBLRev.* 2001, 67-75

¹⁸⁶ K. LANNOO, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER en E. LOESBERG (eds.), *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 164

¹⁸⁷ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 23, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf. In het bijzonder

Europa legio¹⁸⁸ en lijkt een harmonisatie in het huidige 27 Lid-Staten tellende, politiek Europa quasi onmogelijk. Naast de futiele pogingen om een Europees bancaire toezicht¹⁸⁹ op poten te stellen, dreigt ook het Europees ISIV in een eeuwigdurende ‘winter’slaap terecht te komen aangezien het HIGH LEVEL EXPERT GROUP REPORT in 2002 reeds stelde dat: “*where various alternative systems exist in Member States for elements of the company’s organisation and structure, the EU should as much as possible facilitate freedom of choice between these alternative systems for companies across Europe, rather than trying to agree upon one specific EU system or leaving the option to Member States.*”¹⁹⁰

Een Europees proportionaliteitsbeginsel zou nochtans een liquide en coherente *cross-border market for capital and corporate control* kunnen stimuleren.¹⁹¹ Bovendien zou het een aanvulling kunnen zijn op de vrijheid van vestiging indien het klimaat voor overnameaanbiedingen door de invoering van ISIV herleeft.¹⁹² Meer nog, een Europees ISIV zal door de creatie van meer rechtszekerheid voor buitenlandse investeerders en

merkte het de onbruik van stemrechtbeperkingen op, de dalende populariteit van het meervoudig stemrecht en de toename in restricties op aandelen zonder stemrechten. In het Verenigd Koninkrijk worden bijvoorbeeld minder ‘golden shares’ gebruikt en in Zweden is er een merkbare daling in het gebruik van meervoudige stemrechten.

¹⁸⁸ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 4, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf. “*The study shows that corporate CEMs are relatively common across the EU. Of all the 464 European companies considered, 44% have one or more corporate CEMs (or other alternative mechanism). The countries with the highest proportion of companies featuring at least one of these mechanisms are, in decreasing order, France, Sweden, Spain, Hungary and Belgium, which all have a majority of companies with corporate CEMs or alternative mechanisms.*”... “*CEMs that investors perceive most negatively are priority shares, golden shares, voting right ceilings, pyramid structures, multiple voting rights shares, ownership ceilings, non-voting shares*”.

¹⁸⁹ Voor enkele actuele bijdragen, zie: K. VAN HAMME, “Schuldigen crisis achter de tralies krijgen is erg moeilijk”, *De Tijd* 30 september 2008, 19; D. DE WILDE en K. VERSTRAETE, “Crisis beheerst Europese agenda”, *De Tijd* 1 oktober 2008, 4; J.M. BARROSO, “Kiezen voor steviger en Europees systeem”, *De Tijd* 4 oktober 2008, 20; K. VERSTRAETE, “Europees toezicht niet langer taboe”, *De Tijd* 15 oktober 2008, 11; K. VERSTRAETE, “EU-landen verwerpen beter toezicht”, *De Tijd* 2 december 2008, 7; K. SCHOORS, “Uniformiseer lappendeken van Europees banktoezicht”, *De Tijd* 6 december 2008, 20

¹⁹⁰ High Level Group of Company Law Experts, A modern regulatory framework for company law in Europe, 4 november 2002, 30, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf

¹⁹¹ C. BLANAID, “Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control”, *Journal of Business Law* 2006, 357; High Level Group of Company Law Experts, Report on Issues Related to Takeover Bids, 10 January 2002, 26, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, Annex 2, 49, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf; European Corporate Governance Forum Working Group, Paper on Proportionality, Juni 2007: “*non-proportional systems do raise concerns in relation to board entrenchment, extraction of private benefits by the controlling shareholder, incontestability of control and ineffectiveness of corporate governance codes based on the “comply or explain” approach*”.

¹⁹² G.-J. VOSSESTEIN, *Modernisation of European Company Law and Corporate Governance: Some Considerations on its Legal Limits*, Doctoraatsthesis Universiteit Leiden, 2008, 102

ondernemingen leiden tot economisch gunstigere (lees: minder operationele kosten) omstandigheden om *cross-border* herstructureringen door te voeren.¹⁹³ Ook institutionele beleggers¹⁹⁴ zullen via de vrijheid van kapitaal (art. 56 EG-Verdrag) liever investeren in een buitenlandse (lees: Europese) vennootschap die door het gebrek aan CEMs een makkelijkere prooi wordt voor *hostile takeovers* dan in een vennootschap die hopeloos verankerd is.¹⁹⁵ Zij profiteren namelijk mee van de *market for corporate control* doordat hun aandeel verkocht wordt tegen een prijs die een controlepremie behelst.¹⁹⁶ Men kiest hier m.a.w. voor of tegen de globalisatie van de Europese economie.¹⁹⁷

Door de drastische wijziging die een 1S1V-systeem teweeg zou brengen, vrezden vele criticasters echter dat “*such a principle would run counter to the principle of freedom of organisation and management of companies and would be detrimental to the shareholders' loyalty.*”¹⁹⁸ Bovendien zouden piramidestructuren of informele stemovereenkomsten dergelijke regeling nog steeds kunnen omzeilen.¹⁹⁹ Een even gerechtvaardigd *contra-*

¹⁹³ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 30

¹⁹⁴ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 9, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf. Het rapport stelt dat: “*investors' representatives and representatives of businesses providing services to investors in the corporate governance field are generally in favour of a regulatory intervention at EU level, at least to provide further transparency in relation to the use of control enhancing mechanisms.*”

¹⁹⁵ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 26, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf. Het rapport stelt dat institutionele investeerders “*apply a discount as high as 30% on companies applying such instruments. Such a discount increases the costs of capital for the companies concerned.*”

¹⁹⁶ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 31; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 32,

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf. Het rapport stelt: “*Introducing full proportionality would mean wealth redistribution in favour of noncontrolling shareholders, who would pay less for shares which would then be worth more*”

¹⁹⁷ K. LANNOO, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER en E. LOESBERG (eds.), *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 162

¹⁹⁸ DG Internal Market, Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward” – COM (2003) 284 final of 21 May 2003, 15 November 2003, 12, http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm

¹⁹⁹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 30, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf. Het rapport stelt: “*the risk that the parties concerned would respond to regulatory action by trying to replicate corporate institutional mechanisms through market instruments should be taken into account in determining whether a particular regulatory response is adequate and whether regulatory intervention is justified*”.

argument is dat de contractsvrijheid dient gevrijwaard te worden omdat “*not all investors are interested in buying shares in pure one-share one-vote companies; some may be more focused on return on capital and dividends than voting rights*”²⁰⁰.

B) De forma legis ferenda: hard of soft law?

I) *Hard law: Richtlijn of Verordening?*

M.b.t. een mogelijke format voor een Europese IS1V-regel stelde het EAP anno 2003 slechts in het vooruitzicht een voorafgaande studie op middellange termijn (2007)²⁰¹ te organiseren zonder een stelling aan te nemen omtrent de vorm van een mogelijk initiatief.²⁰² Volgens sommigen, “*a certain level of uniform, compulsory, substantive rules may be required to protect sufficiently both (non-controlling) shareholders (investors) and creditors.*”²⁰³ Men zou een richtlijn kunnen aannemen waarin slechts een algemeen verbod op het gebruik van CEMs geponeerd wordt en die voor alle Lid-Staten flexibel genoeg is om de eigen nationale omstandigheden en gebruiken in acht te nemen en zonder dat “*these directives could be followed by further overly prescriptive and detailed implementing measures*”²⁰⁴. Dergelijke ongedetailleerde richtlijn zou echter de effectiviteit van het harmonisatieproces onder druk zetten en de potentiële omzeiling ervan niet kunnen tegenhouden.²⁰⁵

Nochtans heeft de Europese wetgever in verscheidene richtlijnen reeds bepaalde hints achtergelaten i.v.m. haar voorkeur voor IS1V. Ten eerste geeft art. 11, lid 3 Overnamerichtlijn “*an example of such an incidental application of mandatory*

²⁰⁰ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 29, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²⁰¹ Institutional Shareholder Services, European Corporate Governance Institute and Shearman & Sterling, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 18 mei 2007, 96, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf

²⁰² EAP, 17 en 30

²⁰³ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 24, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf; Zie ook G. ROSSI, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 498

²⁰⁴ DG Internal Market, Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament “Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward” – COM (2003) 284 final of 21 May 2003, 15 November 2003, 6, http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm

²⁰⁵ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 35, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

*proportionality when a corporate event occurs that is of crucial importance*²⁰⁶ aangezien meervoudige stemrechten in het geval van een *takeover bid* slechts recht geven op één stem (*breakthrough-rule* oftewel BTR).²⁰⁷ Maar “*whereas a general ISIV abolishes CEMS overall, a BTR only renders them inoperative during or immediately after a takeover bid*”²⁰⁸ zonder de minderheidsaandeelhouders te beschermen tegen andere CEMs²⁰⁹ ingeval van een *takeover bid* noch tegen meervoudig stemrecht in tijden van overnameluwte²¹⁰. Doch, bij een intern gebrek aan politieke daadkracht hebben alle Lid-Staten met uitzondering van Groot-Brittannië *out-geöpteerd*. Ook art. 4 Richtlijn 2007/36²¹¹ bevat een terughoudende hint aangaande het proportionaliteitsprincipe aangezien het spreekt van de gelijke behandeling van aandeelhouders bij de effectieve uitoefening van hun stemrechten in een algemene vergadering.²¹²

²⁰⁶ European Corporate Governance Forum Working Group, Paper on Proportionality, Juni 2007, 27; art. 11, lid 3 Richtl. Eur. Parl. en de Raad nr. 2004/25/EG, 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 142, 12-23 bepaalt: “*De in de statuten van de doelvennootschap vastgelegde beperkingen van de uitoefening van het stemrecht zijn buiten werking gesteld tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders die overeenkomstig artikel 9 een beslissing neemt over eventueel te nemen beschermingsmaatregelen. De in overeenkomsten tussen de doelvennootschap en houders van effecten van deze vennootschap onderling vastgelegde beperkingen van de uitoefening van het stemrecht, of overeenkomsten tussen houders van effecten van deze vennootschap onderling die na de inwerkingtreding van deze richtlijn zijn gesloten, zijn buiten werking gesteld tijdens de algemene vergadering die overeenkomstig artikel 9 een beslissing neemt over eventueel te nemen beschermingsmaatregelen. Aan effecten met meervoudig stemrecht is slechts één stem verbonden tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders die overeenkomstig artikel 9 een beslissing neemt over eventueel te nemen beschermingsmaatregelen.*”[eigen onderlijning]

²⁰⁷ Deze regeling is een stimulans voor een Europese open aandeelhoudersstructuur. Het verbieden van afwijkingen op het ISIV-principe zorgt namelijk voor een verzwakking van het verdedigingsmechanisme van een controlerende minderheidsaandeelhouder tegen een hostile take-over, waardoor de market for corporate control beter kan functioneren en dus ook het management sneller gedisciplineerd kan worden door de constante dreiging van een potentiële overname die individuele inefficiënte bestuurders de kop kan kosten. Voor meer informatie hieromtrent, zie: K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 16; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 743

²⁰⁸ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 16

²⁰⁹ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 18

²¹⁰ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 17

²¹¹ Art. 4 Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2007/36, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 17-24 stelt: “*De vennootschap draagt zorg voor een gelijke behandeling van alle aandeelhouders die zich in identieke omstandigheden bevinden wat de deelneming aan en de uitoefening van stemrechten in de algemene vergadering betreft.*”

²¹² In de Engelse versie van het artikel 4 nochtans, wordt niet uitdrukkelijk gesproken over de ‘*participation TO the general meeting*’. Het stelt: “*The company shall ensure equal treatment for all shareholders who are in the same position with regard to participation and the exercise of voting rights in the general meeting.*” Deze

De COMMISSIE vindt ook verordeningen ongeschikt als format voor een Europees 1S1V aangezien het niet mogelijk is “*to identify a unique model for EU listed companies inasmuch as they differ significantly in size, relevant market and shareholder base*”²¹³ en hierdoor de inachtnaam van nationaal-specifieke omstandigheden verhinderd zou worden.

II) Rechtspraak van het Hof van Justitie

Naast formeel bindende wetgeving kan men ook de rechtspraak van het Hof van Justitie (hierna: het Hof) als gezaghebbende bron gebruiken voor een Europees 1S1V. Door haar restrictieve uitspraken over het gebruik van *golden shares*²¹⁴ door publieke overheden in private vennootschappen heeft het Hof reeds op negatieve wijze de harmonisatie²¹⁵ naar een 1S1V-principe ingeleid.²¹⁶ Haar rechtspraak erkent namelijk het proportionaliteitsbeginsel in die zin dat: “*article 56 EC must be interpreted as precluding a national provision [...] which grants that State or public body the right to participate [...] such as to enable that State or public body to obtain a power of control which is disproportionate to its shareholding in that company*”²¹⁷ en “*liable to deter direct investors from other Member States from investing in the company’s capital*”²¹⁸.

verwoording is, in tegenstelling tot de Nederlandse versie, toch wat dubbelzinnig omdat het proportionaliteitsbeginsel er deels in te lezen valt. Men kan het begrijpen als een gelijke behandelingsplicht aangaande het stemrecht op de algemene vergadering ten gunste van alle aandeelhouders die een gelijk aantal kapitaalvertegenwoordigende aandelen bezitten. Waar de Nederlandse versie spreekt van de ‘praktische’ deelname aan de algemene vergadering, geeft de Engelse versie dubbelzinnig genoeg de indruk dat het over de ‘abstracte’ deelname (‘participation’) in de vennootschap handelt. Er had m.a.w. moeten staan: ‘participation TO and the exercise of voting rights IN the general meeting’.

²¹³ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 36, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²¹⁴ HvJ C-463/04, *Federconsumatori e.a. v. Comune di Milano e.a.*, Jur. 2007, I, p. 10419, para. 24 definieert ‘golden shares’ als een “*instrument which gives them [public shareholders] the possibility of exercising influence which exceeds their levels of investment. As a corollary, the influence of the other shareholders may be reduced below a level commensurate with their own levels of investment*”. Zie in dit verband ook: HvJ C-367/98, *Commissie v. Portugal*, Jur. 2002, I, 4731; HvJ C-483/99, *Commissie v. Frankrijk*, Jur. 2002, I, 4781; HvJ C-282/04, *Commissie v. Nederland*, Jur. 2006, I, 9141; HvJ C-112/05, *Commissie v. Duitsland*, Jur. 2007, I, p. 8995, para. 64

²¹⁵ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 32

²¹⁶ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 56, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²¹⁷ HvJ C-463/04, *Federconsumatori e.a. v. Comune di Milano e.a.*, Jur. 2007, I, p. 10419, para. 43

²¹⁸ HvJ C-463/04, *Federconsumatori e.a. v. Comune di Milano e.a.*, Jur. 2007, I, p. 10419, para. 29; HvJ C-112/05, *Commissie v. Duitsland*, Jur. 2007, I, p. 8995, para. 66;

K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 32

Aangezien het Hof deze kwestie kwalificeert onder de vrijheid van kapitaal (art. 56 EG-Verdrag)²¹⁹, wordt men met de moeilijkheid geconfronteerd dat dit artikel slechts verticale en geen horizontale werking heeft. M.a.w., minderheidsaandeelhouders als privépersonen kunnen zich niet op art. 56 EG-Verdrag beroepen om het discriminerend gebruik van CEMs door referentieaandeelhouders aan te klagen. “*At first sight, there is no reason why the extension of these freedoms to the private sphere could or should not apply to the free movement of capital as well*”.²²⁰ De minderheidsaandeelhouders van vennootschappen waarbij een referentieaandeelhouder dankzij een CEM de controle op disproportionele wijze ten aanzien van zijn werkelijke inbreng uitoefent, worden discriminatoir behandeld ten opzichte van minderheidsaandeelhouders die door de rechtspraak van het Hof in de mogelijkheid gekomen zijn om het disproportioneel eigendomsrecht van publieke overheden in private vennootschappen te bekampen. Nationale wetgeving “*which enables some shareholders to obtain certain special rights in order to shield them from the market process, may itself constitute a restriction on the free movement of capital*”²²¹. Het is net deze indirecte discriminatie die buitenlandse investeerders ontmoedigt om *cross-border* te investeren.²²²

Om art. 56 EG-Verdrag effectief horizontaal te laten doorwerken, kan het Hof van Justitie slechts twee kanten op.²²³ Ofwel breidt het rechtstreeks de vrijheid uit tot alle private individuen zoals het controversieel deed bij de vrijheid van werknemers, ofwel vat het de individuele Lidstaten onrechtstreeks op hun gevoel van ‘gemeenschapstrouw’²²⁴ en acht het hen verantwoordelijk voor het niet regulerend ingrijpen tegen hindernissen aan de interne

²¹⁹ Artikel 56 EG-Verdrag stelt: “1. In het kader van de bepalingen van dit hoofdstuk zijn alle beperkingen van het kapitaalverkeer tussen lidstaten onderling en tussen lidstaten en derde landen verboden. 2. In het kader van de bepalingen van dit hoofdstuk zijn alle beperkingen van het betalingsverkeer tussen lidstaten onderling en tussen lidstaten en derde landen verboden.”

²²⁰ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 34

²²¹ Opinie van AG Póitares Maduro in HvJ C-282/04, *Commissie v. Nederland*, Jur. 2006, I, p. 9141, para. 24

²²² Opinie van AG Póitares Maduro in HvJ C-282/04, *Commissie v. Nederland*, Jur. 2006, I, p. 9141, para. 24

²²³ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 34

²²⁴ Art. 10 EG-Verdrag stelt: “De lidstaten treffen alle algemene of bijzondere maatregelen welke geschikt zijn om de nakoming van de uit dit Verdrag of uit handelingen van de instellingen der Gemeenschap voortvloeiende verplichtingen te verzekeren. Zij vergemakkelijken de vervulling van haar taak. Zij onthouden zich van alle maatregelen welke de verwezenlijking van de doelstellingen van dit Verdrag in gevaar kunnen brengen.”

markt.²²⁵ Met betrekking tot het eerste geval heeft het Hof reeds geoordeeld dat een publieke overheid die aandelen aanhoudt in een private vennootschap handelt in haar private hoedanigheid.²²⁶ Door deze link naar private spelers te openen, zal het Hof vervolgens onvermijdelijk geconfronteerd worden met de vraag of de fundamentele kapitaalsvrijheid ook tussen private partijen onderling werkt.²²⁷ Het is echter bekritiseerbaar dat het Hof een stelling aanneemt in een materie waarin de Lidstaten onderling niet uitgeraken.²²⁸ Door een brede uitlegging van een direct werkende verdragsbepaling komen de Lidstaten aldus voor een voldongen feit te staan, hoewel zulks gezien de rechtspraak omtrent het *corporate mobility*-debat niet de eerste keer zou zijn. Het is echter de vraag of dergelijk jurisprudentie de gevestigde (stilaan Europese) gewoonte van holding- en piramidestructuren kan intomen.²²⁹ Het Hof kan geen al te restrictieve stelling innemen aangezien het vrije vestigingsrecht van art. 43 en 48 EG-Verdrag nog steeds dient gevrijwaard te worden.²³⁰

III) *Soft law*

a. Mededeling of Aanbeveling?

²²⁵ K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 33

²²⁶ HvJ C-98/01, *Commissie v. Verenigd Koninkrijk*, Jur. 2003, I, 4641

²²⁷ S. PEETERS, "De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote: Schiet het Hof ook horizontaal?", *Jura Falc.* 2008-09, 137

²²⁸ S. PEETERS, "De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote: Schiet het Hof ook horizontaal?", *Jura Falc.* 2008-09, 138

²²⁹ K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 35

²³⁰ Een andere, evenmin ideale uitweg is het terugdraaien of vernauwen van het 'definitief belaste inkomsten'-stelsel voor 'intercorporate dividends' (lees: niet voor natuurlijke personen-aandeelhouders) (bv. tot 50% van de dividendopbrengsten), ingevoerd bij de Moeder-Dochterrichtlijn. Het dubbel taxeren van dividenden heeft zijn nut reeds bewezen "*to render economically unviable certain corporate structures which [...] facilitate governance problems, tax avoidance, and highly concentrated corporate control*". De Verenigde Staten kunnen als maatstaf dienen daar zij reeds in 1935, als een reactie op de toenmalige economische crisis, intercorporate dividenden in de sector van de nutsvoorzieningen belastbaar stelden "*with the explicit objective of breaking up pyramidal groups*" (R. MORCK, "Why some double taxation might make sense: the special case of intercorporate dividend", University of Alberta Center for Financial Research Working Paper, 20 maart 2003, nr. 03-01, 1 en 11; zie ook G. FERRARINI, "One Share- One Vote: A European rule?", *ECFR* 2006, 165-166). Enkel het fiscaal ontmoedigen van dergelijke structuren zal in de praktijk tot een vermindering van holdings en piramides leiden. De economisch repercussies voor België zullen echter niet min zijn, daar men de vennootschappen, naast een 'never ending crisis', ook nog eens op extra kosten jaagt om te herstructureren en misschien zelfs de koffers dwingt te pakken. Nochtans wordt de stelling verdedigd dat een dubbele of meervoudige belasting van intercorporate dividenden enkel tot een welvaartsdaling leidt, indien het gebruik van piramidestructuren ook daadwerkelijk welvaartsbevorderend werkt (R. MORCK, "Why some double taxation might make sense: the special case of intercorporate dividend", University of Alberta Center for Financial Research Working Paper, 20 maart 2003, nr. 03-01, 25; K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 24).

Het regulerend debat omtrent 1SIV dient tot de herziening van de Overnamerichtlijn in 2011 niet meer gevoerd te worden²³¹ en gunt de Lid-Staten zodoende nog enkele jaren bedenktijd. Langs de ene kant, mogen het falen een voorlopige politieke consensus te bereiken en het stilzwijgen van het Hof²³² inzake kapitaal en proportionaliteit niet leiden tot het uitdoven van de discussie. Hoewel er “*far from (...) conclusive evidence [is] that market forces alone will bring about a significant reduction in the presence and relevance of CEMs across EU listed companies in the near future*”²³³, valt een alternatieve combinatiestrategie te overwegen waarbij op korte termijn een Europees *soft law*-instrument wordt uitgevaardigd opdat het Hof ertoe aangezet zou worden stelling in te nemen aangaande de horizontale werking van de vrijheid van kapitaal en het proportionaliteitsbeginsel. Ten eerste kan de COMMISSIE een nieuwe **top-down mededeling** uitvaardigen die het proportionaliteitsbeginsel proactief kan belichamen, alvorens het Hof van Justitie of de Raad stelling hoeven in te nemen.²³⁴

Ten tweede kan de COMMISSIE als “*Sprecherin der Gemeinschaft*”²³⁵ of de RAAD luidens de studie van 2007²³⁶ een **top-down aanbeveling** aannemen omwille van haar kwaliteit als “*non-binding instrument which guarantees maximum flexibility to Member States as they would have discretion on whether and to what extent to implement it into their national legal regime*”²³⁷ “*which invites or proposes to the addressees to adopt or follow a certain line of conduct*”²³⁸. Nochtans: “*recommendations, when addressed to the Member States, act as a kind of surrogate directive: they often lay down very detailed standards and encourage the Member States to comply with them, but any ‘implementing’ national legislation is adopted*

²³¹ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 4

²³² K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 34

²³³ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 24, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²³⁴ F. SNYDER, “Soft Law and Institutional Practice in the European Community” in S. MARTIN (ed.), *The construction of Europe: essays in honour of Emile Noël*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers, 1994, 200

²³⁵ H. SCHMITT VON SYDOW, “Artikel 211 EG” in J. SCHARZE en H. VON DER GROEBEN (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2004, p. 222, nr. 66

²³⁶ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 6 en 36, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²³⁷ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 28, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²³⁸ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 173

*on a voluntary basis.*²³⁹ In concreto valt het na te gaan of de aankomende Aanbeveling aangaande bijkomende aandeelhoudersrechten²⁴⁰ alsnog als medium voor een ISIV-suggestie kan dienen. In de consultaties ter voorbereiding van deze nieuwe Aanbeveling wordt namelijk gesproken van een beperking of transparante regeling van *stock lending*-praktijken, waarbij financiële tussenpersonen stemrechten van bepaalde investeerders ontlenen en vlak voor een algemene vergadering verzamelen om aldaar een beslissende invloed uit te oefenen d.v.m. van de aldus geaccumuleerde stemrechten.²⁴¹ Hoewel deze praktijk meestal enkel door de kleinere aandeelhouders gebruikt wordt, is dit eveneens een CEM. Het aanbevelen van meer transparantie aan de zijde van de financiële tussenpersoon omtrent het gebruik van de geleende stemrechten komt neer op een indirecte stelling ten gunste van proportionaliteit i.v.m. stemrecht. Bovendien zijn de RAAD en het EUROPEES PARLEMENT van mening dat in deze potentiële Aanbeveling “*other issues such as the problems of the identification of shareholders and the transparency of ownership or possible means to monitor the fulfillment of the intermediaries’ duties should be tackled.*”²⁴² Niets houdt de COMMISSIE dus tegen de hints die ze achtergelaten heeft in de Overnamerichtlijn en Richtlijn 2007/36 te bevestigen en definitief stelling in te nemen omtrent ISIV. Dit zou althans tijdelijk (lees: tot een politieke consensus gevonden kan worden) bindende regelgeving kunnen vervangen en een interpretatieve waarde voor het Hof van Justitie kunnen bieden.

b. Migratie naar *hard law* door het Hof a.d.h.v. de interpretatieve waarde van *soft law*

In het licht van het verduidelijken van art. 56 EG-Verdrag kan het Hof zeer gediend zijn met een mening met **gezaghebbende waarde** vanuit de COMMISSIE of de RAAD om de vrijheid van kapitaal horizontaal te laten doorwerken en om het ISIV-principe d.m.v. het beperken van het gebruik van individuele CEMs op negatieve wijze te harmoniseren. Hoewel

²³⁹ B. DE WITTE, A. GEELHOED en J. INGHELRAM, “Legal Instruments, Decision-Making and EU Finances” in P.J.G. KAPTEYN, A.M. MCDONNELL, K.J.M. MORTELMANS en C.W.A. TIMMERMANS (eds.), *The Law of the European Union and the European Communities*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2008, 291

²⁴⁰ Commission of the European Communities, Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights: Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services, 30 april 2007, 5, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf

²⁴¹ Commission of the European Communities, Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights: Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services, 30 april 2007, 4, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf

²⁴² D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 403

aanbevelingen (en *a fortiori* ook mededelingen) geen bindende werking *an sich* hebben²⁴³, “*l’absence de portée obligatoire n’exclut pas que les recommandations et avis puissent avoir, dans certains cas, des effets juridiques*”²⁴⁴. “*An die Abgabe oder Nichtabgabe einer Empfehlung oder Stellungnahme sind im übrigen häufig konkrete Rechtsfolgen geknüpft*”²⁴⁵: “*rechtliche und indirekte Wirkungen*”²⁴⁶. Aangezien deze instrumenten afstammen van instellingen die ook secundair gemeenschapsrecht aannemen, wordt ervan uitgegaan dat de mededeling of aanbeveling tenminste behept moet zijn met een “*considerable legal significance*”²⁴⁷. “*Die Vertragsschließenden dürften von der Erwartung ausgegangen sein, daß das Ansehen der Gemeinschaftsorgane und ihre umfassende, über die nationalen Wirtschaftssektoren hinausreichende Übersicht und Sachkenntnis vielfach bewirken werden, daß die Betroffenen einem ihnen erteilten Rat freiwillig nachkommen*”.²⁴⁸ Het feit dat aanbevelingen (doch niet mededelingen) naast secundaire gemeenschapsregelgeving in de L-reeks van het Publicatieblad gepubliceerd worden²⁴⁹ en dat nieuwe toetredende Lid-Staten zich eveneens akkoord moeten verklaren in het volgen van de reeds uitgevaardigde *soft law*-instrumenten,²⁵⁰ kan dan als loutere bevestiging hiervan gezien worden. Bovendien, “*les États membres sont tenus de suivre l’interprétation mise en avant par l’exécutif communautaire, au moins tant que les juridictions communautaires n’ont pas eu l’occasion de se prononcer sur la question objet de l’acte en question*”.²⁵¹ Lid-Staten worden m.a.w. verplicht om o.b.v. het principe van gemeenschapstrouw (art. 10 EG-Verdrag) bij het interpreteren van onduidelijke begrippen de betekenis te volgen die het dichtst aanleunt bij de door een Europese instelling

²⁴³ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 171; art. 249, 5e lid EG-Verdrag stelt: “*Aanbevelingen en adviezen zijn niet verbindend*”.

²⁴⁴ J.-V. LOUIS, G. VANDERSANDEN en D. WAELBROECK (eds.), *Commentaire Mégret, Le droit de la CEE, Vol. 10 (La Cour de Justice. Les actes des institutions)*, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 1993, 485; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 171

²⁴⁵ G. SCHMIDT, “Artikel 249 EG” in J. SCHARZE en H. VON DER GROEBEN (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2004, p. 795, nr. 50

²⁴⁶ B. BEUTLER, en R. BIEBER, *Die Europäische Union. Rechtsordnung und Politik*, Baden-Baden, Nomos, 1993, 199

²⁴⁷ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 171; in dezelfde zin, zie: G. SCHMIDT, “Artikel 249 EG” in J. SCHARZE en H. VON DER GROEBEN (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2004, p. 795, nr. 50

²⁴⁸ G. SCHMIDT, “Artikel 249 EG” in J. SCHARZE en H. VON DER GROEBEN (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2004, p. 794, nr. 48

²⁴⁹ B. DE WITTE, A. GEELHOED en J. INGHELRAM, “Legal Instruments, Decision-Making and EU Finances” in P.J.G. KAPTEYN, A.M. MCDONNELL, K.J.M. MORTELMANS en C.W.A. TIMMERMANS (eds.), *The Law of the European Union and the European Communities*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2008, 291

²⁵⁰ S. LEFEVRE, *Les actes communautaires atypiques*, Brussel, Bruylant, 2006, p. 127, voetnoot 334

²⁵¹ S. LEFEVRE, *Les actes communautaires atypiques*, Brussel, Bruylant, 2006, 128

uitgevaardigd regulerend instrument, ook al is dit een *soft law*-aanbeveling of -mededeling.²⁵² Deze gezaghebbende waarde die aan Europese *soft law*-instrumenten geschonken wordt, is meermaals door het Hof van Justitie bevestigd geworden. In de zaak **Duitsland, Frankrijk, Verenigd Koninkrijk, Denemarken / Commissie** (C- 281/85)²⁵³ gebruikte het Hof enkele niet-bindende ‘Resoluties’ van de Raad inzake sociale actieprogramma’s ter bevordering van het overleg over het migratiebeleid van de Lid-Staten ten aanzien van derde landen en ten behoeve van migrerende werknemers en hun gezinsleden om aan te tonen dat het migratiebeleid ten aanzien van derde landen onder de bevoegdheden ressorteert van de EG. M.a.w., het gebruik van EG-*soft law* in een domein waarover onzekerheid bestond of het wel een Gemeenschapsmaterie betrof, werd door het Hof zo uitgelegd opdat het bevoegdheidsconstituerend zou werken voor nieuw, bindend, secundair gemeenschapsrecht. De rechtspraak van het Hof lijkt de migratie van *soft law* in *hard law* echter het duidelijkst te ondersteunen in de zaak **Grimaldi / Fonds des maladies professionnelles** (C-322/88). Deze zaak ging over het al dan niet toekennen van directe werking aan een Europese Aanbeveling die onvoorwaardelijke en voldoende gepreciseerde rechten voor een toehoorder bevatte. Het Hof antwoordde dat dit gezien de draagwijdte van art. 249, lid 5 EG-Verdrag niet het geval kon zijn, maar dat aanbevelingen in navolging van de Conclusie van Advocaat-Generaal Warner bij de vroegere zaak **Frecassetti** (C-113/75)²⁵⁴ “cannot therefore be regarded as having no legal effect . The national courts are bound to take recommendations into consideration in order to decide disputes submitted to them, in particular where they cast light on the interpretation of national measures adopted in order to implement them or where they are designed to supplement binding Community provisions”.²⁵⁵

Specifiek voor een mededeling is het feit dat zij in theorie slechts een beleidsinstrument en geen legislatief instrument is. Zij dient louter ter verduidelijking van de interne werking en beleid van een Europese instantie in een bepaald domein (cfr. het belang van mededelingen voor de COMMISSIE in mededingingszaken) of ter informatieve vaststelling van de staat van

²⁵² H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, p. 615, voetnoot 11

²⁵³ HvJ C-281/85, C-283/85, 287/85, *Duitsland, Frankrijk, Verenigd Koninkrijk, Denemarken v. Commissie*, Jur. 1987, p. 3203, para. 17

²⁵⁴ A. ARNULL, “The legal status of recommendations”, *E.L.Rev.* 1990, 319; Opinie AG Werner in HvJ C-113/75, *Frecassetti v. Amministrazione delle finanze dello Stato*, Jur. 1976, 983

²⁵⁵ HvJ C-322/88, *Grimaldi v. Fonds des maladies professionnelles*, Jur. 1989, I, 4407; S. LEFEVRE, *Les actes communautaires atypiques*, Brussel, Bruylant, 2006, 127 ; B. DE WITTE, A. GEELHOED en J. INGHELRAM, “Legal Instruments, Decision-Making and EU Finances” in P.J.G. KAPTEYN, A.M. MCDONNELL, K.J.M. MORTELMANS en C.W.A. TIMMERMANS (eds.), *The Law of the European Union and the European Communities*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2008, 291; L. SENDEN, *o.c.*, 267

wetgeving (*pre-law* functie) in een bepaald domein (cfr. het EAP). Verder, is een mededeling niet primair gericht tot het publiek, maar tracht het, in het eerste geval, de burger voor rechtszekerheidsdoeleinden en gedragafstemmingsredenen op subsidiaire wijze inzage te geven aan de *best practice* die de COMMISSIE toelaat of informeert het de burger over de legislatieve (en dus ook bindende) stappen die de EG zinnens is te ondernemen. Het Hof heeft meermaals bevestigd dat dergelijke mededelingen die specifiek dienen om voor de uitvaardigende Europese instantie een beleidsrichting te creëren inzake de toepassing van het primair (cfr. bepalingen i.v.m. staatsteun, kartelafspraken en machtsmisbruik) of secundair EG-recht althans voor die instantie ‘incidenteel’ en ‘indirect’ bindende werking kunnen hebben (*Selbstbindung*)²⁵⁶. De individuele rechten die in dergelijke mededelingen worden afgebakend wekken namelijk legitieme verwachtingen op in hoofde van het publiek aangaande het toegepaste beleid van de respectievelijke instantie.²⁵⁷ Ten aanzien van het Hof zelf hebben dergelijke loutere *policy acts* echter geen bindende werking, maar kan een mededeling naast een louter informatieve en een intern beleidsbepalende rol, ook een interpretatieve functie toebedeeld krijgen (*post-law* functie)²⁵⁸ “*by giving concrete contents to and/or distilling certain obligations from provisions that (still) have an open or rather undetermined nature, which do not as such follow directly from those provisions or from their interpretation by the Community courts.*”²⁵⁹ Er treedt dus een wisselwerking op tussen de mededelingen van de COMMISSIE die het Hof beïnvloeden en de sturende rechtspraak van het Hof die de COMMISSIE aanzet haar beleid bij te schaven²⁶⁰ (*administrative negotiation*)²⁶¹. In de zaak **Gravier / Ville de Liège**²⁶² werden, bijvoorbeeld, niet-bindende ‘beleidslijnen’ van de RAAD inzake de opstelling van een communautair actieprogramma op

²⁵⁶ HvJ C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P, C-208/02 P en C-213/02 P, *Dansk Rørindustri A/S and Others v. Commission*, *Jur.* 2005, I, p. 5425, para. 211; HvJ C-382/99, *Netherlands v. Commission*, *Jur.* 2002, I, p. 5163, para. 24; Ger. EG. T-171/02, *Regione autonoma della Sardegna v. Commission*, *Jur.* 2005, II, 2123; Wat betreft de belofte van de COMMISSIE om burgers inzage te geven in haar beleidsdocumenten gesteund op een Code of Conduct, en haar veroordeling op basis van de niet-inzage ervan, zie: Ger. EG. T-105/95, *WWF UK v. Commission*, *Jur.* 1997, II, p. 313, para. 55; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 143; G.M. BORCHARDT en K. WELLENS, “Soft Law in het Gemeenschapsrecht”, *SEW* 1987, 677

²⁵⁷ HvJ C-310/85, *Deufil v. Commission*, *Jur.* 1987, p. 901, para. 22

²⁵⁸ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 147-148

²⁵⁹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 144

²⁶⁰ F. SNYDER, “Soft Law and Institutional Practice in the European Community” in S. MARTIN (ed.), *The construction of Europe: essays in honour of Emile Noël*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers, 1994, 204

²⁶¹ F. BEVERIDGE en S. NOTT, “A hard look at soft law” in P. CRAIG en C. HARLOW (eds.), *Lawmaking in the European Union*, London, Kluwer Law International, 1998, 292

²⁶² HvJ C-293/83, *Gravier v. Ville de Liège*, *Jur.* 1985, I, p. 593, para. 22; S. LEFEVRE, *Les actes communautaires atypiques*, Brussel, Bruylant, 2006, 127

het gebied van de beroepsopleiding in samenhang met bindende verordeningen en beschikkingen als bevestiging gezien van de daadkracht van het Europees beleid m.b.t. onderwijs en de transitieproblemen voor studenten naar het beroepsleven. Het Hof plaatste dit specifiek domein van beroepsopleidingen, gebaseerd op het bestaan van o.a. die *soft law*-‘beleidslijnen’, onder het toepassingsgebied van het Gemeenschapsrecht en het discriminatieverbod van art. 12 EG-Verdrag. Het Hof ging echter veel verder dan dat. Op de prejudiciële vraag welke criteria gebruikt moesten worden om te beoordelen of een bepaalde opleiding als een ‘beroepsopleiding’ diende gekwalificeerd te worden en aldus onder het Gemeenschapsrecht zou vallen, bood het Hof gestaag de niet-bindende ‘beleidslijnen’ van de RAAD aan als interpretatiehulpmiddel. In de zaak **Fearon / Irish Land Commission**²⁶³ maakte het Hof eveneens gebruik van een Mededeling van de Raad inzake een algemeen programma voor de opheffing van de beperkingen van de vrijheid van vestiging om de draagwijdte van art. 43 en 48 EG-Verdrag te interpreteren.

Het is via de **interpretatieve waarde** van mededelingen en aanbevelingen (*post-law* functie) dat het Hof hen als *legal* (doch niet bindende) *instruments* migreert naar *hard law*. “*They are then adopted with a view to facilitating and accelerating the harmonisation of national rules in a binding way, inter alia by gradually adjusting those rules and by gaining practical experience with common rules.*”²⁶⁴ Door het gebrek aan secundair gemeenschapsrecht in het domein van ISIV en door een lacune in de interpretatie van art. 56 EG-Verdrag kan het Hof haar rechtspraak richten op de bewoordingen van een potentiële aanbeveling of mededeling en hiermee onrechtstreeks zowel de horizontale werking van de vrijheid van kapitaal als ISIV invoeren. Onrechtstreeks, aangezien het voorgaande enkel tracht een hulpmiddel te schetsen voor het Hof in het beoordelen van het verbod dan wel toelating van specifieke CEMs in individuele, niet algemeen bindende *case-by-case*-beslissingen. De migratie van deze *soft law*-instrumenten naar ‘incidenteel’ bindende *hard law* kan geruisloos zorgen voor een indirecte en negatieve minimumharmonisatie omtrent het verminderen van CEMs in alle Lid-Staten. Aangezien het Hof slechts op individuele basis de obstakels aan de interne markt tracht weg te nemen en niet algemeen bindend, hoeven de Lid-Staten dit in eerste instantie niet te indringend te beschouwen.²⁶⁵ Indien de aanbeveling door het Hof gebruikt wordt om

²⁶³ HvJ C-182/83, *Fearon v. Irish Land Commission*, *Jur.* 1984, I, p. 3677, para. 6

²⁶⁴ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 182

²⁶⁵ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 179

haar jurisprudentie inzake vrijheid van kapitaal en CEMs aan de aandeelhoudersdemocratie te toetsen en de supranationale wetgever hierin later een voedingsbodem ziet om ook op bindende wijze het ISIV-principe te harmoniseren, dan kan men stellen dat de aanbeveling of mededeling naast een interpretatieve functie (*post-law*) ook een *pre-law* functie vervuld heeft in de uiteindelijke, potentiële realisatie van een secundair EG-instrument, wat hun ‘incidenteel’ en ‘indirecte’ bindende werking enkel zou versterken.²⁶⁶

c. Besluitvormingsprocedure

Uiteraard moeten Europese ‘incidenteel’ bindende *soft law*-normen nog steeds een **juridische grondslag** hebben en het voorziene reguleringsproces, indien voorhanden, hebben doorlopen.²⁶⁷ Als *ratio* geldt dat “*unspecified acts must fulfill all formal, substantive and procedural requirements before they can have binding force; this with a view to ensuring the legal certainty and legal protection of those concerned*”.²⁶⁸ De besluitvormingsprocedure om een aanbeveling of mededeling aan te nemen beschikt echter over aanzienlijke voordelen ten aanzien van het aannemen van bindend secundair Gemeenschapsrecht. Het flexibel karakter van de aanbeveling zelf spiegelt zich aan de mate van flexibiliteit waarmee de COMMISSIE

²⁶⁶ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 183 en 185. Ook in België is deze werkwijze niet ongewoon daar bij het bepalen door de rechter van de onafhankelijkheid van een bestuurder en van het wettelijk criterium “*relatie onderhouden met een vennootschap die van aard is de onafhankelijkheid in het gedrang te brengen*”, in het oude art. 524, §4, 4^e punt W.Venn. vóór de wijziging ervan door de Wet 17 december 2008 inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen, BS 29 december 2008, de rechter dit begrip mocht invullen met behulp van de (nu wettelijk voorziene) aanbevolen onafhankelijkheidscriteria vermeld in de BCCG. Althans de Vertegenwoordiger van de Minister stelt uitdrukkelijk dat het artikel 524 W.Venn. is geschreven opdat met *soft law*-aanbevelingen rekening zou worden gehouden: Verslag namens de Commissie belast met de problemen inzake handels- en economisch recht uitgebracht door de heer Thierry GIET bij het wetsontwerp houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl. St. Kamer* 2000-01, 1211-14, 264; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, p. 619, voetnoot 25

²⁶⁷ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 289

²⁶⁸ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 290; Wat de gevolgen bij niet-voldoening aan deze vereisten betreft zie: L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 294. Ofwel verliest het *soft law* instrument elke bindende werking, maar blijft de norm als dusdanig bestaan voor hen die er zich nog steeds wensen op te beroepen, ofwel stelt iemand een nietigheidsverklaringsprocedure in volgens art. 230 EG-Verdrag en moet het Europese *soft law* instrument beschouwd worden als zijnde niet-bestaande. “*Acts not fulfilling essential formal requirements of a binding act and emanating from an institution which has no powers to adopt binding measures in the area concerned, should be considered to be non-existent regarding third parties and not capable imposing legal obligations.*” Zie: L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 310

aanbevelingen kan aannemen²⁶⁹. “*Pour émettre des actes dépourvus de force obligatoire, les organes communautaires disposent de pouvoirs presque illimités.*”²⁷⁰ Aangezien de normen gericht zijn op het beïnvloeden van het gedrag van derden – zijnde ofwel de Lid-Staten ofwel rechtsonderhorigen-, is het vanuit een legitimizeits- en rechtszekerheidsoogpunt desalniettemin van primordiaal belang dat een akte door de bevoegde instantie(s) wordt uitgevaardigd²⁷¹ en zij hiervoor wettelijk (en vaak ook democratisch) gemachtigd zijn.²⁷² Europese instellingen gaan er niet automatisch van uit dat ze bevoegd zijn om gedragsregels uit te vaardigen, ongeacht of deze secundair of zelfregulerend van aard zijn. Dit toont aan dat zij een zekere terughoudendheid hanteren tegen de mogelijke effecten van *soft law*, wat erop wijst dat men er toch vanuit gaat dat Gemeenschapszelfregulering ‘incidenteel’ bindende werking zou kunnen genieten.²⁷³ Een bevoegheidsbegrenzing bestaat in de *ratione materiae* van de EG, wat rechtstreeks volgt uit de bewoordingen van art. 211, lid 1, 2° EG-Verdrag dat de COMMISSIE²⁷⁴ de mogelijkheid geeft, teneinde de werking en de ontwikkeling van de gemeenschappelijke markt te verzekeren, aanbevelingen te doen over de in dit Verdrag behandelde onderwerpen, “*indien het Verdrag dit uitdrukkelijk voorschrijft of indien zij dit*

²⁶⁹ G. SCHMIDT, “Artikel 249 EG” in J. SCHARZE en H. VON DER GROEBEN (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2004, nr. 52, p. 796

²⁷⁰ C.-A. MORAND, “Les recommandations, les résolutions et les avis du droit communautaire”, *CDE* 1970, 623; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 187

²⁷¹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 286

²⁷² H. ADAM, *Die Mitteilungen der Kommission: Verwaltungsvorschriften des Europäischen Gemeinschaftsrechts? Eine Untersuchung zur rechtsdogmatischen Einordnung eines Instrumentes der Kommission zur Steuerung der Durchführung des Gemeinschaftsrechts*, Baden-Baden, Nomos, 1999, 92-93; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 318

²⁷³ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 205

²⁷⁴ Art. 308 EG-Verdrag biedt bovendien een algemene grondslag voor de instellingen van de EG, en dus ook de Raad om met *passende maatregelen*, in het kader van de gemeenschappelijke markt, een der doelstellingen van de Gemeenschap te verwezenlijken zonder dat het Verdrag in de daartoe vereiste bevoegdheden voorziet. De drempel is echter uitermate hoog aangezien de Raad, net zoals bij secundaire wetgeving gebaseerd op dit artikel, *a fortiori* ook voor aanbevelingen enkel maatregelen kan nemen met eenparigheid van stemmen en na raadpleging van het Europees Parlement. Art. 202, lid 1, 2° EG-Verdrag bevat eveneens een impliciete bevoegdheid voor de Raad om *soft law* uit te vaardigen waar dit stelt dat: “Ter bereiking van de doelstellingen van dit Verdrag en overeenkomstig de bepalingen daarvan... heeft de Raad *beslissingsbevoegdheid*.” Hoewel dit artikel eerder restrictief moet geïnterpreteerd worden, is SENDEN toch van mening dat beide voorgaande artikels een bevestiging van het principe van toegewezen bevoegdheden poneren en een limiet stellen voor de Raad om enkel aanbevelingen uit te vaardigen die in de *ratione materiae* bevoegdheid van de EG liggen. Zie in dit verband: L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 199, 205, 326 en 340

noodzakelijk acht".²⁷⁵ Deze bepaling, samen met art. 249, lid 5 EG geeft de COMMISSIE op het eerste zicht voldoende bevoegdheid om over alle onderwerpen van het Verdrag een aanbeveling te formuleren, zolang deze niet van bindende aard is.²⁷⁶ Hoewel dezelfde stemmingsquorums gehanteerd dienen te worden als bij de uitvaardiging van secundair Gemeenschapsrecht in het specifieke domein waarvoor ze bestemd zijn, zorgt de flexibiliteit van de inhoud en het niet-bindend karakter van de aanbeveling en mededeling voor genoeg waarborgen opdat Lidstaten erin een consensus kunnen bereiken. Op deze manier is het juist te stellen dat het vaak makkelijker is om via aanbevelingen of met een zelfregulerende methode bepaalde domeinen te harmoniseren dan via richtlijnen.²⁷⁷ "*Leur [(recommendations)] intérêt n'est pas dans la création d'un modèle de comportement, d'une norme, incitative ou prescriptive, mais de faciliter l'agencement des positions des parties intéressées. Leur utilité est ainsi plus politique que juridique. [eigen toevoeging]*"²⁷⁸

Nochtans stelt zich de vraag of art. 211 EG-Verdrag wel voldoende legitimiteit biedt indien een individuele wettelijke grondslag in een bepaalde bevoegdheids categorie van het EG-Verdrag ontbreekt en er bijgevolg geen voorgeschreven **besluitvormingsprocedure** voor dergelijke niet-bindende *soft law* bestaat.²⁷⁹ Deze vraag moet positief beantwoord worden, maar om een andere reden dan het gebrek aan bindende werking. Het is namelijk nooit uit te sluiten dat een *soft law*-instrument ooit potentieel bindend kan werken, al weze het slechts *de facto* en 'incidenteel'. Omwille daarvan dient van het onderscheid tussen 'volstrekt' niet-bindende en slechts 'incidenteel' bindende *soft law*-instrumenten afstand gedaan te worden, zeker als men beschouwt dat de 'incidenteel' bindende werking slechts kan worden vastgesteld nadat het betreffende *soft law*-instrument werd uitgevaardigd. Voor alle domeinen in het EG-Verdrag waar de Gemeenschapswetgever gemeend heeft geen specifieke grondslag voor het uitvaardigen van *soft law* voor te schrijven, is het gebruik van aanbevelingen en andere *soft law*-instrumenten op het eerste zicht volstrekt toegelaten, zelfs zonder het

²⁷⁵ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 29, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²⁷⁶ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 187; S. LEFEVRE, *Les actes communautaires atypiques*, Brussel, Bruylant, 2006, 125

²⁷⁷ H. LAGA, "Flexibiliteit in het vennootschappenrecht" in B. TILLEMANN en A. VERBEKE, *Actualia vermogensrecht : Liber Alumnorum KULAK als hulde aan Prof. Dr. Georges Macours*, Brugge, die Keure, 2005, 444; K. LANNOO, "Corporate Governance in Europees perspectief" in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER, en E. LOESBERG, *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 166

²⁷⁸ S. LEFEVRE, *Les actes communautaires atypiques*, Brussel, Bruylant, 2006, 129

²⁷⁹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 188

vervullen van enige procedurele formaliteiten in de besluitvorming, maar mits naleving van art. 211, lid 1, 2° EG-Verdrag.²⁸⁰ Schrijft het EG-Verdrag echter in enkele bepalingen van het Gemeenschapsrecht speciale besluitvormingsprocedures voor, dan moeten deze ook in acht genomen worden. Eén en ander volgt uit het feit dat dergelijk uitgevaardigde instrumenten voor de Gemeenschapswetgever van grotere significantie zijn en ze daardoor ook aan striktere vereisten wil koppelen.²⁸¹

d. Subsidiariteit en evenredigheid

In elk geval zullen het subsidiariteitsbeginsel²⁸² en proportionaliteitsbeginsel²⁸³ van art. 5 EG-Verdrag in acht genomen moeten worden.²⁸⁴ Aangaande de **subsidiariteit**, “*elle apparaît en filigrane à travers les éléments figurant sur les fiches qui doivent accompagner tout projet d’acte législatif, à savoir les indicateurs qualitatifs et quantitatifs, l’impact financier, et l’implication sur les réglementations nationales.*”²⁸⁵ De meeste CEMs zijn bedoeld om met specifieke nationale en sectorgebonden omstandigheden om te gaan en kunnen daarom best te rechtvaardigen zijn.²⁸⁶ De *golden shares* in Duitsland bijvoorbeeld zijn cruciaal geweest in de auto-industrie. Bovendien, “*there are signals that a convergence towards the proportionality principle across the EU is spontaneously under way as a result of market pressure and Member State regulatory initiatives*”²⁸⁷ “*and already running EU initiatives*”²⁸⁸. Er valt dan ook wat voor te zeggen om de specificiteit van aandeelhoudersstructuren en het mogelijks afschaffen van CEMs aan de Lid-Staten voor te behouden. Nochtans lijken dergelijke

²⁸⁰ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 321 en 322

²⁸¹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 215

²⁸² Art. 5, lid 2 EG-Verdrag stelt: “*Op gebieden die niet onder haar exclusieve bevoegdheid vallen, treedt de Gemeenschap, overeenkomstig het subsidiariteitsbeginsel, slechts op indien en voorzover de doelstellingen van het overwogen optreden niet voldoende door de lidstaten kunnen worden verwezenlijkt en derhalve vanwege de omvang of de gevolgen van het overwogen optreden beter door de Gemeenschap kunnen worden verwezenlijkt.*”

²⁸³ Art. 5, lid 3 EG-Verdrag stelt: “*Het optreden van de Gemeenschap gaat niet verder dan wat nodig is om de doelstellingen van dit Verdrag te verwezenlijken.*”

²⁸⁴ European Corporate Governance Forum Working Group, Paper on Proportionality, Juni 2007, 24; EAP, 5

²⁸⁵ H. BRIBOSIA, “Subsidiarité et repartition des compétences entre l’Union et ses États Membres” in G. AMATO, H. BRIBOSIA en B. DE WITTE (Eds.), *Genèse et destine de la Constitution européenne: Commentaire du Traité établissant une Constitution pour l’Europe à la lumière des travaux préparatoires et perspectives d’avenir*, Brussel, Bruylant, 2007, 423

²⁸⁶ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 21

²⁸⁷ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 26 en 38, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²⁸⁸ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 38, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

maatregelen niet echt te leiden tot een “*prompt removal of existing cross-border investing obstacles*”²⁸⁹ of een “*reduction in the perverse incentives to expropriate non-controlling national and cross-border shareholders*”²⁹⁰, wat een Europese aanpak toch wel lijkt te ondersteunen. De Lid-Staten kunnen bovendien de voor- en nadelen van een mogelijke, interne afschaffing van CEMs voor de aantrekking van buitenlands kapitaal niet zelf inschatten.

De twijfel wordt versterkt met betrekking tot het voldoen aan de **proportionaliteitsvereiste**. Een plotse afschaffing van de nationaal gediversifieerde CEMs zou detrimental kunnen zijn voor die ondernemingen die dankzij deze hulpmiddelen reeds controle in een vennootschap hebben verworven en die hun kapitaal mogelijks liever buiten de EU investeren i.p.v. extra kapitaal in hun vennootschap te steken om dezelfde mate van controle te blijven behouden.²⁹¹ Het kan dan ook geen verrassing zijn dat een *top-down* doorgedrukt proportionaliteitsbeginsel voor de economie van de Lid-Staten en voor de rentabiliteit van de ondernemingen als een te dure maatregel wordt bevonden zonder garanties op significante voordelen.²⁹² De hele discussie over de preferentie van EU-maatregelen op nationale maatregelen komt dan uiteindelijk neer op een afweging die gemaakt moet worden tussen de belangen van de grensoverschrijdende, institutionele belegger die zich afzet tegen het gebruik van CEMs en de belangen van de nationale referentieaandeelhouders die het gebruik van deze instrumenten als heilzaam ervaren. “*Where there is however considerable questioning as regards the need and indeed the potential benefit of a particular measure, as is the case with the One Share, One Vote principle, pursuing such project seems to be in blunt violation of the Better Regulation principles*”²⁹³ en moet dan ook volgens sommigen verlaten worden.²⁹⁴

²⁸⁹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 30, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²⁹⁰ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 26, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²⁹¹ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 25

²⁹² K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 21; D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 406; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 6, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²⁹³ D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 407

e. Compliance en monitoring

Niettegenstaande de “*erheblicher wirtschaftlicher Tragweite*”²⁹⁵ van aanbevelingen kan een uniforme omzetting van een Europese ISIV-aanbeveling of mededeling in nationale *corporate governance*-codes onmogelijk gegarandeerd worden.²⁹⁶ Gaat het om aanbevelingen besloten door de COMMISSIE, “*il s’agit d’un instrument juridique spécifique qui consiste en une manifestation de volonté émanant d’une des institutions de l’ordre juridique communautaire et impliquant une invitation pour les Etats membres à adopter un comportement déterminé (action ou abstention) susceptible de favoriser le rapprochement des législations nationales.*”²⁹⁷ Maar het Hof zou wel als ultieme *monitor* kunnen toekijken op de naleving van ISIV door de Lid-Staten en de ondernemingen. Een aanbeveling bezit echter ook de kwaliteit om bij voldoende *compliance* bindende regelgeving op rechtstreekse wijze te vervangen en Lid-Staten en ondernemingen er actief toe aan te zetten hun disproportionaliteitsregels proactief te ontbinden en resoluut te kiezen voor ISIV, nog vóór enige rechtspraak van het Hof in die zin. De *top-down* aanbeveling verkrijgt hierdoor een *para law*-functie.²⁹⁸

Bovendien kan de COMMISSIE een specifieke deadline van naleving stellen onder straffe van een bepaalde sanctie, waarbij Lid-Staten op meer dwangmatige wijze aangezet kunnen worden de aanbeveling om te zetten in nationale bindende wetgeving.²⁹⁹ Dit zou van de COMMISSIE een eerste filterende monitor van *compliance* op Lid-Statelijk niveau kunnen maken. Dergelijke implementatievereiste zou het ‘incidenteel’ bindend karakter van de aanbeveling kunnen versterken, maar hier ligt echter dezelfde kink in de kabel als bij het

²⁹⁴ D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 406

²⁹⁵ G. SCHMIDT, “Artikel 249 EG” in J. SCHARZE en H. VON DER GROEBEN (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2004, p. 795, nr. 51

²⁹⁶ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 28, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

²⁹⁷ P. SOLDATOS en G. VANDERSANDEN, “La recommandation. Source indirect du rapprochement des législations nationales dans le cadre de la Communauté Economique Européenne” in D. DE RIPAINSEL-LANDY, e.a. (eds.), *Les instruments du rapprochement des législations dans la Communauté Economique Européenne*, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 1976, 105; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 180

²⁹⁸ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 111

²⁹⁹ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 194

debat over een in te voeren 1S1V-richtlijn³⁰⁰: een gebrek aan politieke consensus om zeer restrictief en sanctionair op te treden m.b.t. het gebruik van CEMs.

3.2.3 Focus op minderheidsbescherming als realistisch alternatief?

3.2.3.1 Inleiding: enkele capita selecta

Sommigen menen “*that there is no need for minority protection against CEMs since apparently there is a market for non-voting shares and the like. If the price is right, investors will buy such shares voluntarily (and in fact they will apply a discount).*”³⁰¹ Misschien is het dan ook opportuener de focus te verleggen van het streven naar een competitievere *market for corporate control* naar het rechtsreeks versterken van de rechten van de minderheidsaandeelhouders in hun gevecht tegen de extractie van *private benefits* van de referentieaandeelhouders.³⁰² Het EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM roept in het bijzonder³⁰³ op tot meer indringende *disclosure*-regels (3.2.3.2), stemmen *in absentia* (3.2.3.3), groepsgebonden belangenconflictenprocedures (3.2.3.4), *corporate governance*-verplichtingen voor ICB’s (3.2.3.5) en onafhankelijkheidscriteria voor bestuurders (3.2.3.6) als alternatieve maatregelen. In het beperkt bestek van dit onderzoek worden thema’s zoals de scheiding van functies tussen de voorzitter van de raad van bestuur en CEO en de interne en externe audit niet behandeld.

Vele van deze *corporate governance*-maatregelen werden reeds a.d.h.v. bindende regulering in de VS (Sarbanes Oxley-Act)³⁰⁴ dankzij gediversifieerde aandeelhoudersstructuren succesvol bevonden.³⁰⁵ Hoewel men er vaak kritiek op uit dat de effecten van deze

³⁰⁰ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 176-177

³⁰¹ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 23

³⁰² K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 26

³⁰³ European Corporate Governance Forum Working Group, Paper on Proportionality, Juni 2007, 27-28; K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 26

³⁰⁴ Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes, Congress of the United States of America (Sarbanes-Oxley-Act), H.R. 3763, www.findlaw.com, 1-66

³⁰⁵ J. COFFEE, “Regulating the Market for Corporate Control: a Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance”, *Col.L.Rev.* 1984, 1202-1203; C. BLANAID, “Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control”, *Journal of Business Law* 2006, 359; K. GEENS en

maatregelen eerder traag werken en geen gegarandeerd resultaat opleveren omwille van een gebrekkige *compliance*,³⁰⁶ dient desalniettemin nagegaan te worden of deze initiatieven als beter alternatief op meer structurele maatregelen zoals ISIV kunnen dienen en in hoeverre *soft law* daartoe bijdraagt.

3.2.3.2 Transparantie i.v.m. de positie van de referentieaandeelhouders

A) *De lege lata: Europese hard law*

Er wordt vanuit gegaan dat de *insiders* omwille van hun directe betrokkenheid in de onderneming op asymmetrische wijze beter geïnformeerd zijn over de aandeelhouderstructuur dan de kleinere aandeelhouders³⁰⁷, wat het voor hen moeilijker maakt de risico's van hun investering in te schatten.³⁰⁸ Als fundamenteel principe van Europees vennootschapsrecht,³⁰⁹ kan een goed netwerk van *disclosure*-verplichtingen substantiële voordelen genereren³¹⁰ en een tegenreactie bieden op het gebrek aan collectieve verantwoording van het bestuur t.o.v. de minderheidsaandeelhouders.³¹¹ Het risico dat de vennootschap bestuurd wordt ten voordele van private belangen wordt verminderd, de kwaliteit van het bestuur neemt toe, de *shareholder value* verhoogt en minderheidsaandeelhouders zullen makkelijker geneigd zijn

C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 6. In het vorige decennium warden ook deze corporate governance-initiatieven in de Angelsaksische landen door soft law geregeld, bv. Hampel en Cadbury Code. Zie K. GEENS, "Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 765-766

³⁰⁶ K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 26; R. GILSON, "Controlling Shareholders and Corporate Governance" in G. MATHER (ed.), *One Share One Vote? – Tomorrow's Companies: One Universal Model or Tailored Equity Structures*, London, European Policy Forum, 2006, 40-42

³⁰⁷ K. GEENS en M. WYCKAERT, "Discretie of transparantie in het vennootschapsbelang: spreken is zilver, zwijgen blijft goud?" in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 524; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 28, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³⁰⁸ K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 24

³⁰⁹ W.F. EBKE, "The Impact of Transparency Regulation on Company Law" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 176

³¹⁰ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 6, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³¹¹ W.F. EBKE, "The Impact of Transparency Regulation on Company Law" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 176

het kapitaal van de vennootschap te ondersteunen. Nochtans moeten een toename in de *compliance*-kosten in rekening gebracht worden.³¹²

De Europese regelgever heeft reeds in het verleden enkele initiatieven inzake transparantie omtrent aandeelhoudersstructuren (*structural transparency*)³¹³ genomen. Bij art. 9 Richtlijn 2004/109 (hierna: Transparantierichtlijn) worden aandeelhouders (solo of *in concert*) en *proxy's*³¹⁴ verplicht bij verwerving of bezit van een deelneming van meer dan 5% de vennootschap én de nationale toezichthouders hiervan op de hoogte te brengen.³¹⁵ Let wel: onder deze regelgeving moeten de aandeelhouders die dergelijke structuren gebruiken enkel hun stemrechaantal weergeven, niet de manier waarop ze dergelijke stemrechten hebben verkregen.³¹⁶ Een uitzondering hierop zijn de deelnemingen die men verkregen heeft a.d.h.v. piramidestructuren. Bij het overschrijden van de drempels moet ook de achterliggende keten van ondernemingen die gecontroleerd worden door één natuurlijke persoon of juridische entiteit worden vrijgegeven.³¹⁷ Vele intermediaire holdings binnenin deze piramides worden

³¹² I. DE WITTE, "Regels jagen financiële instellingen op kosten", *De Tijd* 4 februari 2009, 15; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 38, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³¹³ W.F. EBKE, "The Impact of Transparency Regulation on Company Law" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 187

³¹⁴ Dit zijn personen die in naam van de aandeelhouder de stemrechten aanhoudt en/of uitoefent. Zie in dit verband: Commission of the European Communities, Fostering an appropriate regime for shareholders' rights: Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services, 30 april 2007, 6, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf; Art. 10, lid 1, (a) Transparantierichtlijn bepaalt: "De regels inzake kennisgeving als omschreven in artikel 9, leden 1 en 2, zijn ook van toepassing op een natuurlijke persoon of juridische entiteit voorzover deze het recht heeft stemrechten te verwerven, over te dragen of uit te oefenen in een van de volgende gevallen, of een combinatie daarvan: a) stemrechten die een derde houdt, met wie deze persoon of entiteit een overeenkomst heeft gesloten die hen verplicht, door een onderling afgestemde uitoefening van hun stemrechten, een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het beheer van de betrokken uitgevende instelling te voeren."

³¹⁵ art. 9, lid 1 en 2 Richtl. Eur. Parl. en de Raad nr. 2004/109/EG, 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2004, afl. 390, 38-57 (hierna Transparantierichtlijn); Dit artikel werd omgezet in België in art. 6, §1, §4 en art 7 Wet op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt en houdende diverse bepalingen van 2 mei 2007, *BS* 12 juni 2007 en licht gewijzigd in art. 515 W.Venn. dat NV's de mogelijkheid geeft deze drempel statutair te verlagen tot 3 %. Bij de vroegere Richtlijn 88/627/EEG was die drempelwaarde zelfs hoger tot 10%. Zie in dit verband: Art. 4 en art. 5 Richtl. Raad nr. 88/627/EEG, 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap, *Pb.L.* 17 december 1988, afl. 348, 62-65; C. VAN DER ELST, "The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 17

³¹⁶ K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 24

³¹⁷ Art. 12, lid 1, (b) Transparantierichtlijn stelt: "De bij de artikelen 9 en 10 voorgeschreven kennisgeving bevat de volgende informatie: ...b) de keten van gecontroleerde ondernemingen via welke stemrechten daadwerkelijk

echter *in concert* gecontroleerd door twee of meer aandeelhouders, wat hen buiten het toepassingsgebied zou stellen van deze transparantieplichting.³¹⁸ “*L’idéal serait d’informer le public à chaque fois de la base sur laquelle la position des actionnaires doit être déterminée, en indiquant par exemple comment l’ensemble de la structure pyramidale fonctionne et quel est son impact final sur le contrôle effectif au sein de la société*”³¹⁹. Het feit dat de noodzaak van transparantie in dit domein werd ingezien, bevestigt het geloof dat de Europese instellingen hebben in de negatieve gevolgen die CEMs voor minderheidsaandeelhouders kunnen hebben. Waar een verbod op of de dubbele taxatie van passieve holdings³²⁰ in vele gevallen als te dwangmatig bevonden kan worden, kan men niet onderuit aan de transparantie-eis omtrent (kleine) piramide- en holdingstructuren rond FORTIS en KBC waarbij aandeelhouders vaak niet beseffen hoeveel afzonderlijke juridische vennootschappen schuil gaan achter dergelijke conglomeraten en tot welke vennootschap zij daadwerkelijk toebehoren³²¹ (cfr. de ‘1200’ vennootschappen die de GENERALE MAATSCHAPPIJ in eigendom zou hebben gehad en de wijze waarop DE BENEDETTI ‘geruisloos’ positie kon innemen)³²². Voorts moet de beursgenoteerde vennootschap volgens Schema C.5, (c) Richtlijn 79/279 onmiddellijk het publiek op de hoogte brengen van de wijzigingen i.v.m. de structuur van de belangrijke deelnemingen in haar kapitaal.³²³

Daarbovenop is ook de effectieve uitoefening van de stemrechten in de algemene vergadering onderworpen aan transparantievereisten daar art. 14, lid 1 en 2 Richtlijn 2007/36

worden gehouden, indien van toepassing”; Art. 2, lid 1, (f) Transparantierichtlijn definieert echter een gecontroleerde onderneming als: “*elke onderneming waarin een natuurlijke persoon of juridische entiteit de meerderheid van de stemrechten bezit*”

³¹⁸ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 22 en 77, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³¹⁹ E. WYMEERSCH, “‘One Share, One Vote’ ou proportionnalité du droit de vote des actions” in X. (ed.), *Liber Amicorum Guy Keutgen*, Brussel, Bruylant, 2008, 224

³²⁰ R. MORCK, “Why some double taxation might make sense: the special case of inter-corporate dividend”, University of Alberta Center for Financial Research Working Paper, 20 maart 2003, nr. 03-01, 1-45

³²¹ S. MICHIELESEN, “Geïntegreerde bankgroep is slechts een scherm”, *De Tijd* 9 oktober 2008, 2

³²² K. GEENS, “Over corporate governance en dualistische bestuurssystemen” in X. (ed.), *Liber amicorum Roger Blanpain*, Brugge, die Keure, 1998, 719

³²³ Schema C.5, (c) Richtl. Raad nr. 79/279/EEG, 5 maart 1979 tot coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *Pb.L.* 16 maart 1979, afl. 66, 21-32 stelt: “*De vennootschap moet het publiek, zodra zij daarvan kennis heeft, op de hoogte brengen van de wijzigingen die, ten opzichte van de eerder gepubliceerde gegevens ter zake, zijn opgetreden in de structuur (houderschap en verdeling) van de belangrijke deelnemingen in haar kapitaal.*”; H. MERKT, *Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2001, 143

beursgenoteerde vennootschappen verplicht de stemresultaten 15 dagen na de stemming bekend te maken op hun website.³²⁴

Vorst wordt in art. 10 Overnamerichtlijn³²⁵ de bekendmaking van CEMs zoals piramidestructuren, bijzondere zeggenschapsrechten en beperking op stemrechten geïntroduceerd, dat echter enkel geldt voor doelvennootschappen ten tijde van een *takeover bid* en niet voor beursgenoteerde vennootschappen ten tijde van overnameluwte.³²⁶ Het nieuwe, bij Richtlijn 2006/46 ingevoerde art. 46bis, lid 1, d) van Richtlijn 78/660 (ook wel: Vierde Richtlijn) *in juncto* artikel 10, lid 1, onder c), d), f), h) en i), van Richtlijn 2004/25/EG draagt ‘targets’ op om ook in hun jaarverslag een Corporate Governance Statement (hierna: CG Statement) op te nemen waarin inzage gegeven moet worden aangaande haar aandeelhouderstructuur en de CEMs die haar aandeelhouders hebben gebruikt om controle te

³²⁴ Art. 14, lid 1 en 2 Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2007/36, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 17-24 (hierna: Aandeelhoudersrichtlijn) stellen dat: “1. De vennootschap stelt voor elke resolutie ten minste het volgende vast: het aantal aandelen waarvoor geldige stemmen zijn uitgebracht, het percentage dat deze aandelen in het aandelenkapitaal vertegenwoordigen, het totale aantal geldig uitgebrachte stemmen, en het aantal stemmen dat voor of tegen elke resolutie is uitgebracht, alsmede het eventuele aantal onthoudingen. De lidstaten mogen toestaan dat vennootschappen, ingeval geen enkele aandeelhouder om een volledig stemmingsresultaat verzoekt, de stemmingsresultaten slechts in zoverre vaststellen als noodzakelijk is om de vereiste meerderheid voor elke resolutie te bepalen. 2. Binnen een bij het toepasselijke recht vast te stellen tijdspanne van niet meer dan 15 dagen na de algemene vergadering maakt de vennootschap op haar website de overeenkomstig lid 1 vastgestelde stemmingsresultaten bekend.”; Deze bepaling werd in België niet wettelijk omgezet, doch wel aanbevolen in Bepaling 8.10 BCCG 12 maart 2009, 25 dat stelt: “The company should post the results of votes and the minutes of the general meeting on its website as soon as possible after the meeting.”

³²⁵ Art. 10 Richtl. Eur. Parl. en de Raad nr. 2004/25/EG, 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 142, 12-23 (hierna Overnamerichtlijn) stelt onder meer: “1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de in artikel 1, lid 1, bedoelde vennootschappen gedetailleerde inlichtingen over de volgende aspecten publiceren: a) de kapitaalstructuur..., onder vermelding van de verschillende soorten aandelen en, voor elke soort aandelen, van de rechten en plichten die eraan verbonden zijn en het percentage van het geplaatste kapitaal dat erdoor wordt vertegenwoordigd; b) elke beperking van overdracht van effecten, zoals beperkingen op het effectenbezit ...; c) rechtstreeks of middellijk (bijvoorbeeld via piramidale structuren of kruisparticipaties) verworven belangrijke deelnemingen in het kapitaal als bedoeld in artikel 85 van Richtlijn 2001/34/EG; d) de houders van effecten waaraan bijzondere zeggenschapsrechten verbonden zijn, en een beschrijving van deze rechten; e) het mechanisme voor de controle van enig aandelenplan voor werknemers wanneer de zeggenschapsrechten niet rechtstreeks door de werknemers worden uitgeoefend; f) elke beperking van stemrecht, zoals beperkingen van het stemrecht voor houders van een zeker percentage of een zeker aantal stemmen, ...; g) de aandeelhoudersovereenkomsten die bekend zijn bij de vennootschap en welke aanleiding kunnen geven tot beperking van de overdracht van effecten en/of stemrechten, als bedoeld in Richtlijn 2001/34/EG; h) de regels voor de benoeming en vervanging van de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan en voor de wijziging van de statuten van de vennootschap; i) ...; j) belangrijke overeenkomsten waarbij de vennootschap partij is en die in werking treden, wijzigingen ondergaan of aflopen in geval van een wijziging van zeggenschap over de vennootschap na een openbaar overnamebod, alsmede de gevolgen daarvan, 2. De in lid 1 bedoelde inlichtingen moeten worden bekendgemaakt in het jaarverslag van de vennootschap als bedoeld in artikel 46 van Richtlijn 78/660/EEG (13) en artikel 36 van Richtlijn 83/349/EEG (14). 3. De lidstaten dragen er zorg voor dat het leidinggevend of het bestuursorgaan van vennootschappen ... een toelichtend verslag voorlegt aan de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders over de in lid 1 bedoelde kwesties.”

³²⁶ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 22, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

verwerven.³²⁷ Let wel: deze verplichting geldt enkel voor het jaar waarin een overnamebod werd gelanceerd op het target.

B) De lege ferenda: Disclosure van CEMs ‘tout court’

I) Wenselijkheid van Europese regelgeving

Men kan echter nog niet stellen dat de verzameling van al de voorgaande regels “*at least for disclosure purposes- establishes ISIV as EU standard*”.³²⁸ Waar een ISIV-regel louter omwille van vereenvoudigingsredenen alleen al aan te raden is, is een verregaande transparantie inzake CEMs *a fortiori* onontbeerlijk. Een mogelijke reden van de desinteresse van institutionele investeerders in geconcentreerde vennootschappen is namelijk hun informatiedeficit i.v.m. met CEMs. Het gaat in het bijzonder om “*priority shares, golden shares, voting right ceilings (...), multiple voting rights shares, ownership ceilings, non-voting shares*”³²⁹, niet om aandeelhoudersovereenkomsten, daar deze meestal sowieso reeds bekend zijn aan de aandeelhouders, en de reeds transparante piramides.³³⁰ Voor velen van hen is er echter “*nothing unfair about disproportionate structures as long as investors are*

³²⁷ Art. 46bis, lid 1, d) Vierde Richtl. gewijzigd door Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2006/46, 14 juni 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen (Voor de EER relevante tekst), *Pb.L.* 16 augustus 2006, alf. 224, 1-7 vermeldt: “1. Een vennootschap waarvan de effecten worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten [11], neemt in haar jaarverslag een verklaring inzake corporate governance op. Deze verklaring vormt een specifiek deel van het jaarverslag en bevat ten minste de volgende informatie: ...d) de informatie die verlangd wordt in artikel 10, lid 1, onder c), d), f), h) en i), van Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod [12], voor zover de vennootschap onder deze richtlijn valt”

³²⁸ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 24; Zie ook: G. FERRARINI, “One Share- One Vote: A European rule?”, *ECFR* 2006, 166; H. HIRTE, “The Takeover Directive – a Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?”, *ECFR* 204, 10. Men kan echter ook de stelling verdedigen dat de Europese regelgever in art. 10 Overnamerichtlijn het bestaan van CEMs erkent, doch geneigd is een potentiële bidder in een specifieke overnamesituatie te hoeden voor het nemen van onoverdachte beslissingen door hem over voldoende informatie aangaande de aandeelhouderstructuur en achterliggende CEMs in de ‘target’ te laten beschikken. M.a.w. kan men lezen dat ‘control enhancing mechanisms’ uitdrukkelijk toegestaan zijn, voor zover ze transparant worden gemaakt ingeval van een overname?

³²⁹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 4, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³³⁰ G. ROSSI, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 502

*well informed and as long as they are free (not) to invest in those companies.*³³¹ Het kan dan ook niet verbazen dat vooral institutionele investeerders³³² en anderen³³³ roepen “*for more transparency on CEMs in order to improve the information they have on the existence and impact of any CEM*”³³⁴, voor “*a reasoned explanation of the objectives and effects of the CEMs*”³³⁵ op het stembeleid van de onderneming en voor de bekendmaking van “*the suitability and proportionality of the mechanisms applied to achieve such objectives*”³³⁶. Dit om ook in tijden van afwezigheid van *takeover*-dreiging erop te kunnen vertrouwen dat de ondernemingen waarin ze investeren aan gelijkwaardige regelgeving inzake *corporate governance* zijn onderworpen³³⁷ en om voor investeringsdoeleinden een betere inschatting te kunnen maken van de waarde van de onderneming.³³⁸ De voorspelling die de institutionelen maakten, was dat bij beschikbaarheid van dergelijke informatie de kosten van kapitaal voor de beursgenoteerde vennootschap met 10% tot 30% zou kunnen afnemen.³³⁹ Het EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM volgde de institutionelen en stelde ondermeer voor om aandeelhouders te dwingen om vanaf het verwerven van een bepaald aantal stemrechtverlenende effecten, i.e. 10%, niet alleen deze participatie bekend te maken, maar eveneens de disproportionele mechanismen die dergelijke deelneming hebben helpen verwezenlijken.³⁴⁰

³³¹ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 23

³³² Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 18 en 34, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³³³ M. BECHT, “European Disclosure for the New Millenium” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 88

³³⁴ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 18, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³³⁵ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 5, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³³⁶ European Corporate Governance Forum Working Group, Paper on Proportionality, Juni 2007, 25; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 49, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³³⁷ EAP, 7

³³⁸ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 34, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³³⁹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 29, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³⁴⁰ Ook het EAP voorzag een opening om disclosuremaatregelen als alternatief te voorzien op een al te doordringende 1S1V-regel. Zie hiervoor: EAP, 17 dat specifiek verwijst naar Principle II.D van de OECD Principles of Corporate Governance 2004 dat stelt: “*capital structures and arrangements that enable certain shareholders to obtain a degree of control disproportionate to their equity ownership should be*

II) De forma legis ferenda

Disclosure kan het stagnerend Europees harmonisatieproces inzake IS1V vervangen en voor als volwaardig alternatief dienen³⁴¹, maar welk (regelgevend) instrument is het best geschikt om transparantieregels over de aandeelhouderstructuur op te leggen? Door de vaak te lakse omzetting door Lid-Staten, de laattijdige reactie van de marktspelers op potentiële nieuwe regelgeving en de loutere *boxticking*-attitude van vennootschappen, werd de uitvaardiging van een bindende **richtlijn** met daarin de verplichting de CEMs van aandeelhouders bekend te maken niet opportuun beschouwd.³⁴² Het langdurig en gecompliceerd besluitvormingsproces laat niet toe kort op de bal te spelen inzake de veranderlijke eisen van de volatiele markt.

Men kan een Europese **aanbeveling** als alternatief voorstellen, gewapend met een *comply or explain*-methode waarbij vennootschappen ertoe aangespoord worden de gemaakte suggesties na te leven of althans de bepalingen die men niet naleeft te motiveren. Het is deze verontschuldigheid die de *compliance* met dergelijke codes zo flexibel en tegelijk zo bedrijfsconcurrentieel aantrekkelijk maakt.³⁴³ “*Good corporate governance is increasingly being linked to good corporate performance and complying could be expected to add to a company’s competitive edge*”³⁴⁴. Hoewel “*the “comply or explain” principle,(...) is widely applied in Member States as the cornerstone of corporate governance compliance*”³⁴⁵, een loutere vermelding van het principe in een aanbeveling zelf zal het gebrek aan bindende werking niet verhelpen.³⁴⁶ “*Self regulation means no regulation.*”³⁴⁷

disclosed.”; Zie in dit verband ook nog: Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 33-34 en 36,

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³⁴¹ W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E.

WYMEERSCH, (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 174

³⁴² M. BECHT, “European Disclosure for the New Millennium” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 89-90

³⁴³ H. LAGA, “Flexibiliteit in het vennootschappenrecht” in *o.c.*, 443

³⁴⁴ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 479; Echt empirisch bewijs van deze stelling blijft moeilijk te vinden. Zie: K. GEENS, “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het “beginsel van de juiste prijs”” in X. (ed.), *Liber Amicorum André Bruyneel: Synthèses de droit bancaire et financier*, Brussel, Bruylant, 2008, 461-462

³⁴⁵ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 2, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

³⁴⁶ Voor een voorbeeld, zie: BCCG 12 maart 2009, 7

³⁴⁷ W. VAN DRIESSCHE, “Topeconoom Willem Buiters kijkt met pessimisme en cynisme naar de G20-top en de wereldcrisis: ‘De crisis is nog maar net begonnen, zelfs de bankencrisis’”, *De Tijd* 4 april 2009, W1-3

Om deze reden kan men eraan denken om toch via een Europese richtlijn aandelenbeurzen te verplichten om in hun **bindende noteringsovereenkomsten** met ondernemingen een *comply or explain*-principe te voorzien dat verwijst naar een nationale *corporate governance*-code dat op zijn beurt het bekendmaken van CEMs aanbeveelt. De *monitoring* zou m.a.w. verzorgd worden door een private onderneming die bij voortdurende schending van de *disclosure*-regels kan dreigen met een *delisting* van de beurs. De gedachte is van Britse komaf, waar ondernemingen, om genoteerd te mogen worden op de London Stock Exchange³⁴⁸, de UK Combined Code³⁴⁹ moeten onderschrijven. Voor hen zou dan ook gelden dat “*addressing the Code is legally mandatory*”³⁵⁰. Deze manier van werken is uiterst nieuw voor continentaal-Europa, maar wordt meer en meer bespreekbaar.³⁵¹

Het is uiteindelijk een combinatiestrategie à la Nederland³⁵² en Duitsland³⁵³ geworden. Naast de verplichting voor een vennootschap om de transacties met haar voornaamste

³⁴⁸ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 479: Door de nieuwe Richtlijn 2006/46 zal het Verenigd Koninkrijk deze *comply or explain*-methode ook moeten toepassen op wettelijke wijze en niet alleen via de London Stock Exchange, wat niet wil zeggen dat de Combined Code niet meer gebruikt mag worden. Enkel de bron van juridische afdwinging dient gewijzigd te worden van een bindende noteringsovereenkomst naar een bijkomende wettelijke grond. Het valt af te wachten of de sanctie van *delisting* dan nog wel te verzoenen valt met de lichtere straf van de ‘gemotiveerde afwijking’.

³⁴⁹ Financial Reporting Council, *The Combined Code on Corporate Governance*, June 2008, 32 p., [http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined_Code_June_2008/Combined%20Code%20Web%20Optimized%20June%202008\(2\).pdf](http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined_Code_June_2008/Combined%20Code%20Web%20Optimized%20June%202008(2).pdf)

³⁵⁰ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 480

³⁵¹ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 486

³⁵² Art. 2:391, lid 5 NBW stelt: “*Bij algemene maatregel van bestuur kunnen nadere voorschriften worden gesteld omtrent de inhoud van jaarverslag. Deze voorschriften kunnen in bijzonder betrekking hebben op naleving van in algemene maatregel van bestuur aan te wijzen gedragscode.*”; Art. 3 Besluit 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, *Staatsblad* 30 december 2004, 747 stelt: “*De naamloze vennootschap doet in het jaarverslag mededeling over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de in artikel 2 aangewezen gedragscode die zijn gericht tot het bestuur of de raad van commissarissen van de vennootschap. Indien de vennootschap die principes of best practice bepalingen niet heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende en daaropvolgende boekjaar na te leven, doet zij daarvan in het jaarverslag gemotiveerd opgave.*”

³⁵³ § 161 AktG bepaalt: “*Vorstand und Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft erklären jährlich, dass den vom Bundesministerium der Justiz im amtlichen Teil des elektronischen Bundesanzeigers bekannt gemachten Empfehlungen der "Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex" entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden. Die Erklärung ist den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen.*”

aandeelhouders te openbaren bij wijze van toelichting bij de jaarrekening³⁵⁴, bevat **art. 46bis Vierde Richtlijn**³⁵⁵ (geïntroduceerd door Richtlijn 2006/46) een rechtstreeks bindend *comply or explain*-principe³⁵⁶ voor de ondernemingen dat tegelijkertijd doorverwijst naar door nationale overheden geïnspireerde *top-down* of door de private spelers ontwikkelde *bottom-up corporate governance-codes*.³⁵⁷ Op deze manier creëert men een “*regulatory presumption in favour of the Code*”³⁵⁸. “*The overall effect was one of mixed formal legal obligation and*

³⁵⁴ Art. 43, lid 1, 7ter, derde zin, eerste optie Vierde Richtl. gewijzigd door Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2006/46, 14 juni 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen (Voor de EER relevante tekst), *Pb.L.* 16 augustus 2006, alf. 224, 1-7 (hierna Richtlijn 2006/46) vermeldt: “*transacties die door de vennootschap zijn aangegaan met verbonden partijen, met inbegrip van het bedrag van dergelijke transacties, de aard van de betrekking met de verbonden partij, alsmede andere informatie over de transacties...De lidstaten kunnen de in artikel 27 van onderhavige richtlijn bedoelde vennootschappen toestaan de in dit punt voorgeschreven openbaarmakingen achterwege te laten, tenzij deze vennootschappen van een type zijn zoals bedoeld in artikel 1, lid 1, van Richtlijn 77/91/EEG. In dat geval kunnen de lidstaten de openbaarmaking beperken tot ten minste transacties die direct of indirect zijn aangegaan tussen:i) de vennootschap en haar voornaamste aandeelhouders*”

³⁵⁵ Art. 46bis, lid 1 Vierde Richtl. gewijzigd door Richtlijn 2006/46 vermeldt: “*1. Een vennootschap waarvan de effecten worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten [11], neemt in haar jaarverslag een verklaring inzake corporate governance op. Deze verklaring vormt een specifiek deel van het jaarverslag en bevat ten minste de volgende informatie: a) een verwijzing naar: i) de corporate-governancecode waaraan de vennootschap is onderworpen, en/of ii) de corporate-governancecode die de vennootschap heeft besloten vrijwillig toe te passen, en/of iii) alle relevante informatie over de corporate-governancepraktijken die worden toegepast naast de nationale wettelijke vereisten. Indien het bepaalde onder i) en ii) van toepassing is, vermeldt de vennootschap tevens waar de desbetreffende teksten voor het publiek beschikbaar zijn; indien het bepaalde onder iii) van toepassing is, maakt de vennootschap haar corporate-governancepraktijken beschikbaar voor het publiek; b) voor zover een vennootschap, in overeenstemming met de nationale wetgeving, van de onder a), i) en ii), bedoelde corporate-governancecode afwijkt, een vermelding van de delen van de corporate-governancecode waarvan zij afwijkt en van de redenen daarvoor. In gevallen waarin de vennootschap heeft besloten geen enkele bepaling van een onder a), i) en ii), bedoelde corporate-governancecode toe te passen, dient zij aan te geven om welke redenen zij daartoe heeft besloten; c) een beschrijving van de belangrijkste kenmerken van de interne controle- en risicobeheersystemen van de vennootschap, in verband met het proces van financiële verslaggeving; d) de informatie die verlangd wordt in artikel 10, lid 1, onder c), d), f), h) en i), van Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod [12], voor zover de vennootschap onder deze richtlijn valt; e) tenzij de desbetreffende informatie reeds volledig in nationale wetgeving of regelgeving wordt verstrekt, de werking van de aandeelhoudersvergadering en haar voornaamste bevoegdheden en een beschrijving van de rechten van de aandeelhouders en hoe deze kunnen worden uitgeoefend; f) de samenstelling en de werking van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen en hun comités.*”

³⁵⁶ D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 383; Eens de keuze gemaakt werd de Vierde Richtlijn te wijzigen, had men geen andere keuze meer dan op zijn minst een richtlijn hiervoor aan te nemen, aangezien een soft law instrument geen dwingende regelgeving mag wijzigen. Zie hiervoor Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen en de geconsolideerde jaarrekening, 27 oktober 2004, nr. COM 2004/725 def., 8

³⁵⁷ Art. 46bis, lid 1, a), ii) Vierde Richtl.

³⁵⁸ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 479

*market enforcement.*³⁵⁹ De codes doen dan dienst als vervangers van bindende wetgeving en krijgen m.a.w. een *para-law* functie. Indien *corporate governance* code waarnaar verwezen wordt expliciet aanbeveelt om de CEMs van hun aandeelhouders bekend te maken, dan is dergelijke regel een “*real obligation for companies to be transparent in this field all over the EU*”³⁶⁰, zij het dat een verklaring van afwijkende toepassings nog steeds mogelijk is. Het is echter best mogelijk dat ondernemingen in het ene land hun aandeelhouderstructuur met de achterliggende CEMs moeten publiceren in navolging van de in dat land toepasselijke of de door hun ‘vrijwillig’ aangewezen code, terwijl ondernemingen in andere Lidstaten volgens de hun toepasselijke *corporate governance* codes mogelijkerwijze hieraan niet onderworpen zijn. Hoewel de Europese regelgever de *monitoring* volledig overlaat aan de Lidstaten en de marktdeelnemers, kan van harmonisatie geen sprake zijn. De CEM-transparantie werd m.a.w. louter gecoördineerd, en laat het aan de Lid-Staten om via *state competition* te komen tot een harmonisatie op lange termijn.

C) Nationaal: Belgische soft law

België is één van die landen die enkele belangrijke aanbevelingen inzake *structural transparency* reeds heeft ingevoerd. Bepaling 8.4 BCCG suggereert aan beursgenoteerde bedrijven de speciale controlerechten van hun grootste aandeelhouders en de belangrijkste aspecten van eventuele aandeelhoudersovereenkomsten in het CG Charter op hun website te publiceren.³⁶¹

Op 7 november 2008 heeft de Belgische regering bovendien de eerste stap gezet om art. 46bis Vierde Richtlijn om te zetten.³⁶² Het voorontwerp van wet dat op de Ministerraad werd

³⁵⁹ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 479

³⁶⁰ Een uitzondering wordt echter gemaakt voor ondernemingen die reeds een geconsolideerd jaarverslag opstellen: zie Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 5, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

³⁶¹ Bepaling 8.4 BCCG 12 maart 2009, 24 bepaalt: “*The company should disclose in its CG Charter the identity of its major shareholders, with a description of their voting rights and special control rights, and, if they act in concert, a description of the key elements of existing shareholders' agreements. The company should also disclose other direct and indirect relationships between the company and major shareholders.*”

³⁶² Dienst Communicatie van de Federale Ministerraad, Persbericht van de ministerraad van 7 november 2008, 7 november 2008, 23; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 9; L. BOVE, “Belgische aandeelhouder krijgt meer macht”, *De Tijd* 6 december 2008, 13

goedgekeurd zal het *comply or explain*-principe³⁶³ gebruiken om de aanbevelingen in de BCCG af te dwingen. Na een vernietigend advies van de Raad van State over de bepalingen over de opzegvergoedingen van bestuurders, is het echter te betwijfelen of de wet er snel zal komen.³⁶⁴ Minister van Justitie DE CLERCK heeft recent echter verklaard dat het voorontwerp terug op de regeringstafel gebracht zal worden om uit de impasse te geraken.³⁶⁵ Zelfs een wettelijk bevestigde *comply or explain*-regel zal de minderheidsaandeelhouders echter niet genoeg bewapenen om de *disclosure* van CEMs af te dwingen en de niet-naleving ervan te contesteren.³⁶⁶ Het wetsvoorstel van 11 februari 2009 tracht hieraan te verhelpen door te bepalen dat bestuurders hoofdelijk aansprakelijk zullen zijn voor de niet-naleving van de aangewezen *corporate governance code*.³⁶⁷ Deze bepaling zou echter zijn doel i.v.m. CEM-transparantie missen aangezien de verplichting om het gebruik van CEMs mede te delen slechts indirect rust op de bestuurders. Uiteindelijk zijn het de disproportionele aandeelhouders zelf die over de brug moeten komen met deze informatie, want het is niet te taak van de bestuurder om na te gaan of zijn aandeelhouders achterliggende piramideketens gebruiken om gemakkelijker controle te kunnen verwerven. Bovendien blijkt uit onderzoek van het BELGIAN GOVERNANCE INSTITUTE dat, althans wat België betreft, 95% van de 135 onderzochte beursgenoteerde ondernemingen Bepaling 8.4 BCCG reeds getrouw volgt.³⁶⁸

3.2.3.3 Stemmen *in absentia*: minimumharmonisatie en aanvullend recht

³⁶³ Dit principe is overigens niet volledig nieuw daar het KB 22 december 1995 betreffende de opneming van financiële instrumenten in de eerste markt van een effectenbeurs, BS 6 januari 1996 vroeger hetzelfde principe hanteerde voor de aanbevelingen die het controleorgaan van de Brusselse beurs voor haar genoteerden maakt: K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblio, 1999, p. 766, voetnoot 87

³⁶⁴ L. BOVE, “Raad van State omschrijft beperking gouden parachutes als discriminatie”, *De Tijd* 4 februari 2009, 7

³⁶⁵ X., “De Clerck heeft nieuw voorontwerp voor gouden handdruk klaar”, *De Tijd* 23 april 2009, 3

³⁶⁶ K. GEENS en C. CLOTTENS, “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 23

³⁶⁷ Art. 5 Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/001, 17 dat stelt: “*In artikel 528, eerste lid, van hetzelfde Wetboek, worden de woorden «dit wetboek of van de statuten van de vennootschap» vervangen door de woorden «dit wetboek, van de statuten van de vennootschap, dan wel van alle of een deel van de regels inzake corporate governance tot de naleving waarvan de vennootschap zich heeft verbonden.»*”

³⁶⁸ Belgian Governance Institute en Verbond van Belgische Ondernemingen, Naleving van de Belgische Corporate Governance Code: een stand van zaken, November 2006, 6, <http://www.vbo-feb.be/index.html?file=2408>

De *comply or explain*-methode heeft inzake transparantie enkel effect indien de minderheidsaandeelhouders de openbaar gemaakte informatie effectief bestuderen en kritisch controleren.³⁶⁹ Jammer genoeg haken institutionele beleggers vaak af, ongeacht of het gaat om hun nationale dan wel grensoverschrijdende investeringen.³⁷⁰ “*Effectieve zeggenschap van de aandeelhouders is [...] een eerste vereiste voor een goede corporate governance en dient bijgevolg te worden vergemakkelijkt en aangemoedigd.*”³⁷¹ Daarom heeft de Belgische regelgever na Europese aanzet een toevlucht genomen naar het stelsel van *proxy-voting* of ‘stemmen bij volmacht’, waarbij een aandeelhouder een andere natuurlijke of rechtspersoon mag aanduiden die in zijn plaats en in zijn naam een stem uitbrengt op de algemene vergadering.³⁷² In uitvoering van het EAP³⁷³ laat art. 10 Richtlijn 2007/36³⁷⁴ aandeelhouders toe hun stemrecht uit te oefenen zonder fysiek aanwezig te zijn met het oog op het stimuleren van *cross-border voting*.³⁷⁵ Deze *ratio* wordt versterkt door een gecoördineerde regeling aangaande de oproepingstermijn³⁷⁶, het gebruik van moderne technologieën³⁷⁷ voor het verstrekken van voldoende informatie voorafgaand aan een algemene vergadering, *electronic voting*, *voting by correspondence*³⁷⁸, een individueel vraagrecht³⁷⁹ en een agenderingsrecht³⁸⁰ voor aandeelhouders die een bepaalde drempel (tot maximum 5%) overstijgen.

³⁶⁹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 10, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

³⁷⁰ K. LANNOO, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER en E. LOESBERG, *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 164

³⁷¹ Considerans 3 Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2007/36, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 17-24 (hierna Richtlijn 2007/36)

³⁷² Art. 2, (c) Richtlijn 2007/36 definieert proxy of volmacht als volgt: “*door een aandeelhouder aan een natuurlijke of rechtspersoon verleende machtiging om sommige of alle rechten van die aandeelhouder in de algemene vergadering in zijn naam uit te oefenen.*”

³⁷³ EAP, 17

³⁷⁴ Art. 10, lid 1 en lid 4 Richtlijn 2007/36 stellen: “*Elke aandeelhouder heeft het recht een andere natuurlijke of rechtspersoon aan te wijzen als volmachthouder om in zijn naam deel te nemen aan en te stemmen in een algemene vergadering. De volmachthouder geniet dezelfde rechten om in de algemene vergadering het woord te voeren en vragen te stellen als die welke de aldus vertegenwoordigde aandeelhouder zou hebben genoten*” en “*De volmachthouder brengt zijn stem uit overeenkomstig de instructies van de aandeelhouder die hem aangewezen heeft*”.

³⁷⁵ A. ENGERT, “§5 Gesellschaftsrecht” in K. LANGENBUCHER (ed.), *Europarechtliche Bezüge des Privatrechts*, Baden-Baden, Nomos, 2008, 260-261; Considerans 9 en 10 Richtlijn 2007/36; Voor meer inhoudelijke aspecten van deze richtlijn, zie: H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 13

³⁷⁶ Art. 5 Richtlijn 2007/36

³⁷⁷ Art. 5 en art. 8 en art. 11 Richtlijn 2007/36

³⁷⁸ Art. 12 Richtlijn 2007/36; Zie ook Considerans nr. 5 Richtlijn 2007/36

³⁷⁹ Art. 9 Richtlijn 2007/36

³⁸⁰ Art. 6 Richtlijn 2007/36

De wettelijke verankering en **minimumharmonisatie** van deze zogenaamde minderheidsrechten lijken op het eerste zicht niet al te veel bij te dragen tot het aandeelhoudersactivisme. Vooreerst zijn de bepalingen inzake *electronic voting* en *proxy voting* bedoeld om slechts in aanvullend recht te worden omgezet. Andere bepalingen zullen uitgehold worden zoals het vraagrecht dat door bestuurders ter vrijwaring van vennootschapsbelangen geweigerd kan worden.³⁸¹ Het impliciet agenderingsrecht³⁸² van art. 532 W.Venn. zal op zijn beurt weinig worden toegepast, hoewel de huidige drempel van 20% weldra zal moeten wijken voor de *hard law*-introductie van een 5%-drempel volgens de niet-bindende Bepaling 8.8 BCCG in uitvoering van Richtlijn 2007/36.³⁸³ Bovendien werden sommige aandeelhoudersrechten voorheen reeds opgenomen in nationale *corporate governance-codes* of wetgeving, ofschoon men toen reeds weigerde ze effectief in de vennootschappen te introduceren.³⁸⁴ Dat is in België althans zo voor het vraagrecht³⁸⁵, het gebruik van moderne technologieën³⁸⁶ en *proxy voting*³⁸⁷.

³⁸¹ Art. 9, lid 2 Richtlijn 2007/36 bepaalt namelijk: “*Het recht om vragen te stellen en de verplichting om deze te beantwoorden zijn onderworpen aan de maatregelen die de lidstaten kunnen nemen of die zij vennootschappen kunnen toestaan te nemen om de identificatie van aandeelhouders, de voorbereiding en de goede orde van de algemene vergadering, alsook de bescherming van de vertrouwelijkheid en de zakelijke belangen van vennootschappen te waarborgen. De lidstaten mogen de vennootschappen toestaan één antwoord te geven op vragen met gelijke inhoud.*”; Over het zwijgrecht van bestuurders in art. 590 W.Venn. en de rechterlijke afdwinging van het vraagrecht, zie: K. GEENS en M. WYCKAERT, “Discretie of transparantie in het vennootschapsbelang: spreken is zilver, zwijgen blijft goud?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 528-529

³⁸² Bepaling 8.8 BCCG 12 maart 2009, 25 stelt: “*The level of shareholding for the submission of proposals by a shareholder to the general shareholders' meeting should not exceed 5% of the share capital.*”; Ex-Minister van Justitie JO VAN DEURZEN kondigde meermaals initiatieven aan om het agenderingsrecht expliciet in het Wetboek van Vennootschappen te verankeren en de *soft law*-drempel van 5% in de BCCG in uitvoering van de Richtlijn 2007/36 in *hard law* om te zetten. Voor meer info, zie: L. BOVE, “Belgische aandeelhouder krijgt meer macht”, *De Tijd* 6 december 2008, 13

³⁸³ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 621

³⁸⁴ W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 177

³⁸⁵ Bepaling 8.9 BCCG 12 maart 2009, 25 stelt: “*The chairman conducts the general meeting and should take the necessary measures for relevant questions from shareholders to be answered. At the general meeting, the directors should answer questions put to them by the shareholders on their annual report or on the items on the agenda.*”; Art. 540 W., eerste lid W. Venn. stelt eveneens: “*De bestuurders geven antwoord op de vragen die hun door de aandeelhouders worden gesteld met betrekking tot hun verslag of tot de agendapunten, voor zover de mededeling van gegevens of feiten niet van die aard is dat zij ernstig nadeel zou berokkenen aan de vennootschap, de aandeelhouders of het personeel van de vennootschap.*”

³⁸⁶ Bepaling 8.7 BCCG 12 maart 2009, 24 stelt: “*On convening meetings, the company should provide appropriate explanations on agenda items and on resolutions put forward by the board. In addition to the formalities imposed by the Code on Companies in this respect, the company should use its website to make public all relevant information and documentation on the exercise of the shareholders' voting rights.*”; Richtlijn 1 van Bepaling 8.5 BCCG 12 maart 2009, 24 stelt: “*The company could, in this respect, also take into account how non-resident shareholders can exercise their rights. Given the existing framework, the company should consider whether communication technology could offer solutions to some practical issues and whether an appropriate approach could be developed in this respect.*”; Zie hierover ook K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 115

“It also remains to be proved that non-controlling shareholders and in particular institutional investors will make the most of their voting rights so as to protect themselves against extraction of private benefits by controlling shareholders”³⁸⁸, aangezien het niet duidelijk is of institutionele beleggers daadwerkelijk vragende partij waren voor bijkomende regulering. *Proxy voting* en *electronic voting*, bijvoorbeeld, kunnen een significante besparing betekenen voor de onderneming. Desalniettemin, bestaat de gegronde vrees dat deze mechanismen voornamelijk door de grotere aandeelhouders gebruikt zullen worden en niet door de institutionelen³⁸⁹ zodat hun *rational ignorance* niet *stante pede* opgelost zal worden.³⁹⁰ Bovendien treden institutionele aandeelhouders instinctief liever op als hun rechten (lees: hun investeringen) in het gedrang komen (cfr. Deminor in de FORTIS-saga) dan indien hen gevraagd wordt extra *monitoring*-inspanningen (vragen stellen, agendapunten opstellen, transparante informatie evalueren) te leveren die op korte termijn niets opbrengen. Enkel indien het gaat om, bijvoorbeeld, een risico op een belangenconflict van de onderneming met een aan de vennootschap verbonden partij zijn “*institutional investors (...) increasingly aware of the importance of preventing controlling shareholders' conflicts of interest. The main instrument chosen seems to be making more frequent use of the voting rights attached to their shares even when they own small shareholdings in each company for reasons of portfolio diversification.*”³⁹¹ Naast het stimuleren van *cross-border voting* slaagt Richtlijn 2007/36/EG er enkel in de reeds geïnteresseerde aandeelhouders aan te sporen de *monitoring* op het management open te laten bloeien, doch zet de ongeïnteresseerde, kleine, institutionele aandeelhouder niet bepaald aan tot daden van vrijwilligerswerk. De vrees bestaat dan ook terecht dat deze ‘minderheids’faciliteiten hetzelfde vergetelijke lot beschoren zullen zijn als de certificering van aandelen en de aandelen zonder stemrecht. Louter economisch gezien, kon hetzelfde effect voor de minderheidsaandeelhouders bereikt worden door – in

³⁸⁷ Bepaling 8.5 BCCG 12 maart 2009, 24 stelt : “*Those shareholders who are not present should be able to vote in absentia, such as by proxy voting.*” Art. 547 W. Venn. vermeldt specifiek dat : “*Alle stemgerechtigde aandeelhouders kunnen in persoon of bij volmacht stemmen.*”

³⁸⁸ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 5, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

³⁸⁹ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 100

³⁹⁰ W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 177

³⁹¹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 16, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

tegenstelling tot de mening van de COMMISSIE - een “*recommendation, with a view to ensuring that investors have access to effective voting services*”³⁹² aan te nemen.

3.2.3.4 Dwingende, groepsgebonden belangenconflictenprocedures

Zonder al te diep in te gaan op de inhoudelijke aspecten³⁹³ van de regelgeving en de effectiviteit ervan voor het aandeelhoudersactivisme³⁹⁴, is het voor de formele discussie aan te raden één van de specifieke beperkingen van *proxy voting* nader te bekijken. Het gaat in het bijzonder om **potentiële belangenconflicten tussen een volmachtouder**, die de instructies die de aandeelhouder hem gegeven heeft, niet naleeft, en besluit persoonlijke belangen na te streven **en de belangen van de instruerende (minderheids)aandeelhouder**.³⁹⁵ *In concreto*, draagt art. 10, lid 3 Richtlijn 2007/36 de Lid-Staten op om tegen 3 augustus 2012 te beslissen welke sanctie of procedure gebruikt wordt om dergelijke belangenconflicten te bestrijden.³⁹⁶ In België voorziet art. 549 W. Venn. reeds dwingende voorwaarden voor *proxy voting* en een formalistische notificatieplicht aan de CBFA³⁹⁷ voor het aanvragen van een verlening van volmacht door een aandeelhouder. Bovendien wordt de volmacht beperkt tot één algemene vergadering.³⁹⁸

Het is geen verrassing dat dit belangenconflict opgesteld werd in een *hard law*-richtlijn. Gelijktijdig aan de uitvaardiging van Richtlijn 2007/36 werd door Considerans 11 van dezelfde richtlijn³⁹⁹ een Aanbeveling⁴⁰⁰ in het vooruitzicht geplaatst aangaande de plichten

³⁹² Considerans 11 Richtlijn 2007/36

³⁹³ Voor een diepgaander overzicht, zie D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 400-404

³⁹⁴ W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 177 meent dat landen die proxy voting hebben geïntroduceerd er niet in geslaagd zijn hun institutionele beleggers te overtuigen om hun stemrecht via volmacht uit te oefenen.

³⁹⁵ Art. 10, lid 3 Richtlijn 2007/36 stelt o.a.: “*Afgezien van de beperkingen die volgens de leden 1 en 2 uitdrukkelijk zijn toegestaan, mogen de lidstaten het bij volmacht uitoefenen van aandeelhoudersrechten uitsluitend beperken, of toestaan dat vennootschappen dit doen, ter behandeling van potentiële belangenconflicten tussen de volmachtouder en de aandeelhouder in wiens belang de volmachtouder gehouden is op te treden. ... Een belangenconflict in de zin van dit lid kan in het bijzonder ontstaan wanneer de volmachtouder: i) een aandeelhouder met de zeggenschap over de vennootschap is of een andere entiteit is die onder de zeggenschap van een dergelijke aandeelhouder staat; ii) lid van het bestuurs-, het leidinggevend of het toezichthoudend orgaan is van de vennootschap of van een aandeelhouder met de zeggenschap of van een onder zeggenschap staande entiteit zoals bedoeld onder i)*”; Considerans 10 Richtlijn 2007/36

³⁹⁶ Art. 10, lid 3, eerste zin *in juncto* art. 15, lid 2 Richtlijn 2007/36

³⁹⁷ Art. 549, lid 3 en 4 W.Venn.

³⁹⁸ Art. 549, lid 1 W.Venn.

³⁹⁹ Considerans 11 Richtlijn 2007/36 stelt: “*Wanneer er financiële tussenpersonen bij betrokken zijn, is de effectiviteit van het stemmen op instructie sterk afhankelijk van de doeltreffendheid van de keten van*

van financiële tussenpersonen m.b.t. het uitoefenen van volmachten voor institutionele aandeelhouders⁴⁰¹, maar: “de Commissie is van oordeel dat het noodzakelijke kader moet worden opgenomen in een richtlijn, aangezien de daadwerkelijke uitoefening van deze rechten de oplossing veronderstelt van een aantal juridische problemen.”⁴⁰² De problematiek omtrent belangenconflicten *sensu lato* in het debat rond *corporate governance* is het **sluitstuk van de minderheidsbescherming tegen private benefit extraction** vanwege de referentieaandeelhouder (eerste agency-probleem) of vanwege de bestuurders (tweede agency-probleem). Om minderheidsaandeelhouders moeilijker het slachtoffer te laten worden van potentiële misbruiken, worden belangenconflicten steeds met een bindende en dwingende vorm van regulering bestreden.⁴⁰³ Illustratief in dit verband is Richtlijn 2006/46 die een verplichting invoert om niet-marktconforme transacties tussen een vennootschap en haar ‘verbonden partijen’ zowel in haar individuele jaarrekening⁴⁰⁴ als in de geconsolideerde resultaten van de groep openbaar te maken.⁴⁰⁵ Ook in België laat de CORPORATE

tussenpersonen, aangezien investeerders vaak niet in staat zijn de aan hun aandelen verbonden stemrechten uit te oefenen zonder de medewerking van iedere tussenpersoon in de keten, die mogelijk geen economisch belang bij de aandelen heeft. Om investeerders in staat te stellen hun stemrecht uit te oefenen in grensoverschrijdende situaties, is het derhalve van belang dat tussenpersonen het uitoefenen van stemrecht vergemakkelijken. De Commissie dient dit punt nader te bestuderen in het kader van een aanbeveling, teneinde te waarborgen dat investeerders toegang hebben tot effectieve stemdiensten en dat stemrechten worden uitgeoefend overeenkomstig de door deze investeerders gegeven instructies.”

⁴⁰⁰ Deze aanbeveling zou ook aandeelhoudersrechten regelen aangaande onder meer de taalvereisten voor de documenten gelinkt aan elke algemene vergadering en de introductie van ‘stock lending’.

⁴⁰¹ Commission of the European Communities, Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights: Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services, 30 april 2007, 2, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf; D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 403

⁴⁰² EAP, 17

⁴⁰³ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 620

⁴⁰⁴ Art. 43, lid 1, 7ter) Vierde Richtl. gewijzigd door Richtlijn 2006/46 stelt: “*transacties die door de vennootschap zijn aangegaan met verbonden partijen, met inbegrip van het bedrag van dergelijke transacties, de aard van de betrekking met de verbonden partij, alsmede andere informatie over de transacties die nodig is voor het verkrijgen van inzicht in de financiële positie van de vennootschap, indien dergelijke transacties van enige betekenis zijn en niet onder normale marktvoorwaarden zijn verricht ... De lidstaten kunnen de in artikel 27 van onderhavige richtlijn bedoelde vennootschappen toestaan de in dit punt voorgeschreven openbaarmakingen achterwege te laten, tenzij deze vennootschappen van een type zijn zoals bedoeld in artikel 1, lid 1, van Richtlijn 77/91/EEG. In dat geval kunnen de lidstaten de openbaarmaking beperken tot ten minste transacties die direct of indirect zijn aangegaan tussen: i) de vennootschap en haar voornaamste aandeelhouders, ... Transacties die zijn aangegaan tussen twee of meer leden van een groep kunnen door de lidstaten worden vrijgesteld, mits dochterondernemingen die partij zijn bij de transactie geheel in eigendom zijn van een dergelijk lid. Onder “verbonden partij” wordt hetzelfde verstaan als in de internationale standaarden voor jaarrekeningen die zijn goedgekeurd overeenkomstig Verordening (EG) nr. 1606/2002.”*

⁴⁰⁵ Artikel 34, lid 1, 7ter) Vierde Richtl. gewijzigd door Richtlijn 2006/46 stelt: “*de transacties, met uitzondering van transacties binnen de groep, aangegaan door de moederonderneming, of door andere ondernemingen die in de consolidatie zijn opgenomen, met verbonden partijen, met inbegrip van het bedrag van dergelijke transacties, de aard van de betrekking met de verbonden partij en andere informatie over de transacties die noodzakelijk is voor het verkrijgen van inzicht in de financiële positie van de ondernemingen die in de consolidatie als één*

GOVERNANCE COMMISSIE dit probleem over aan dwingende wetgeving.⁴⁰⁶ Het voorafgaande verplicht advies dat luidens **art. 524 §1 en §2 W.Venn.**, van een comité samengesteld uit drie onafhankelijke bestuurders en één onafhankelijke deskundige moet ingewonnen worden aangaande het al dan niet kennelijk onredelijk, nadelig karakter voor de vennootschap van transacties tussen verbonden vennootschappen, is een sprekend voorbeeld van de juridisering van potentiële *conflicts of interest*. Geïnspireerd door de Engelse *soft law*-regeling van dit belangenconflict in het *Yellow Book*⁴⁰⁷, zorgt de juridisering ervoor dat de (minderheids)aandeelhouder als *monitor* zelf de vennootschapsbeslissing die de transactie verwezenlijkt nietig kan laten verklaren.⁴⁰⁸ De niet-bindende BCCG herhaalt slechts op algemene wijze dat transacties met verbonden partijen *at arms' length*⁴⁰⁹ moeten plaatsvinden en dat belangenconflicten door een transparant preventiebeleid van het bestuur dienen vermeden te worden.⁴¹⁰ Hoe het bestuur echter het beste functioneert op groepsniveau wordt in geen enkele *corporate governance*-code noch in wetgeving bepaald. Men schenkt “onvoldoende aandacht [aan] de discrepantie tussen het nastreven van het groepsbelang en het maximaliseren van synergieën enerzijds en het bewaken en respecteren van het individuele vennootschapsbelang anderzijds.”⁴¹¹ De COMMISSIE en de HIGH LEVEL GROUP OF EXPERTS zijn hierin ruimdenkend en suggereren dat minderheidsaandeelhouders van louter passieve holdingvennootschappen, die binnen een grotere abusievelijke piramidestructuur fungeren, het best beschermd worden tegen misbruiken indien nationale marktautoriteiten via bindende, nationale wetgeving hen de weg naar de beurs kan ontzeggen.⁴¹²

geheel zijn opgenomen, indien dergelijke transacties van enige betekenis zijn en niet onder normale marktvoorwaarden zijn verricht. Informatie over individuele transacties kan overeenkomstig de aard daarvan worden samengevoegd, behalve wanneer gescheiden informatie nodig is voor het verkrijgen van inzicht in de gevolgen van de transacties met verbonden partijen voor de financiële positie van de ondernemingen die in de consolidatie als één geheel zijn opgenomen.”

⁴⁰⁶ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 620

⁴⁰⁷ H. LAGA, “Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V.” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschappenwetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995, 208 en 217

⁴⁰⁸ Art. 524, §6 W.Venn.

⁴⁰⁹ Bepaling 3.5 BCCG 12 maart 2009, 15

⁴¹⁰ Waar belangenconflicten niet geregeld zijn door de wet, stelt Bepaling 3.6 BCCG 12 maart 2009, 15 dat: “*The board should establish a policy for transactions or other contractual relationships between the company, including its related companies, and its board members, which are not covered by the legal provisions on conflicts of interest. This policy should be disclosed in the CG Charter. Comments on the application of this policy should be disclosed in the CG Statement.*”

⁴¹¹ L. VAN DEN BERGHE, “Mythes over governance ontsluit”, *De Tijd* 28 februari, 20

⁴¹² Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 64, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

3.2.3.5 Corporate governance op maat van institutionele beleggers?

Hoewel een verbeterde situatie heden ten dage te beargumenteren valt, moeten institutionele investeerders niet de hemel in geprezen worden aangaande hun aanwezigheidsquota op algemene vergaderingen⁴¹³. Naast hun te kleine participatiegraad om effectief invloed op het beleid uit te oefenen en de constante druk van hun cliënten om op korte termijn hun aandelen te laten renderen en lange termijn inspanningen te ontwijken,⁴¹⁴ gaat ook het huidige **regelgevend kader omtrent ICB's niet volledig vrijuit**.⁴¹⁵ Ter illustratie, laat de Europese regelgever Lid-Staten toe om in hun *corporate governance*-maatregelen rekening te houden met de specifieke kortetermijnbelangen van ICB's.⁴¹⁶ In het mededingingsrecht ontmoedigt art. 6, §5, 1° WBEM⁴¹⁷ ICB's expliciet hun stemrecht uit te oefenen en het management te controleren aangezien ze verplicht worden slechts tijdelijke deelnemingen aan te houden en tegelijkertijd verboden worden hun stemrechten te gebruiken om het concurrentiegedrag van de onderneming te beïnvloeden. Enkel indien de ICB's deze *hands-off approach* hanteren, kunnen zij ontsnappen aan de Belgische regels i.v.m. concentratiecontrole. Ook wat het vennootschapsrecht betreft zorgt een verlengde oproepingstermijn voor de algemene vergadering⁴¹⁸ na de Wet van 2 augustus 2002⁴¹⁹ op vraag van de institutionele beleggers en het afschaffen van de vereiste van niet-verhandelbaarheid van aandelen tijdens de oproepingsperiode⁴²⁰ voor een *de facto* versterking van de *Wall Street-Rule*. De **zwakte van enkele niet-bindende corporate governance-regels** toont zich het sterkst inzake de 'plichten'

⁴¹³ Op de algemene vergadering van Fortis SA/NV op dinsdag 28 april 2009 was slechts 25% van de kapitaalvertegenwoordigende stemrechten aanwezig, desalniettemin een stijging met 5% t.o.v. de vorige algemene vergadering waar slechts 20% aanwezig was: B. BROENS, J. LANNOO en M. SEPHIHA, "Kwart kapitaal aanwezig op AV's: Hard spel rond Fortis", *De Tijd* 25 april 2009, 1

⁴¹⁴ G. ROSSI, "Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 497-498

⁴¹⁵ Het voorgaande kadert in een veel breder intern governanceprobleem van ICB's en financiële instellingen dat vooral kampt met een ineffektieve 'checks and balances' tussen het bestuur en de achterliggende aandeelhouders/particuliere investeerders, een onvoldoende intern controlebeleid en inertie ten aanzien van bottum-up waarschuwingen van de aandeelhouders. Zie in dit verband: E. WYMEERSCH, "Corporate Governance and Financial Stability", Gent, Financial Law Institute Working Paper, Oktober 2008, nr. 2008-11, 6

⁴¹⁶ Bepaling 1.1, tweede lid Aanbev.Comm. nr. 2005/162, 15 februari 2005 betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende de comités van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen, *Pb.L.* 25 februari 2005, afl. 52, 51-63 (hierna Aanbeveling 2005/162)

⁴¹⁷ Wet 15 september 2006 tot bescherming van de economische mededinging, gecoördineerd op 15 september 2006, *BS* 29 september 2006

⁴¹⁸ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 103

⁴¹⁹ Wet 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *BS* 22 augustus 2002

⁴²⁰ Art. 7, lid 1 Richtlijn 2007/36

opgelegd aan ICB's. Enkele bepalingen van de BCCG bevelen het bestuur van een vennootschap aan om met haar minderheidsaandeelhouders en ICB's in het bijzonder in 'dialogoog' te treden⁴²¹, hen aan te sporen bij te dragen in het 'zorgvuldig' evalueren van het *corporate governance*-beleid van de vennootschap⁴²² en aanwezig te zijn op de algemene vergaderingen⁴²³. De raad van bestuur wordt aangespoord om de aandeelhouders in kennis te stellen van de afwijkende verklaringen met betrekking tot de niet-naleving van de BCCG, maar "*should [also] endeavour to ensure that shareholders carefully consider the explanations*"⁴²⁴. M.a.w., diegenen die afwijkende verklaringen opstellen (het bestuur) moeten hun criticasters en controleurs (de aandeelhouders) er expliciet op wijzen dat ze deze verklaringen kritisch en zorgvuldig dienen te bekijken!/? Nochtans, ook de nieuwe Europese Aanbeveling inzake de remuneratie van bestuurders van 29 april 2009 maakt gewag van een aansporing om aandeelhouders en ICB's in het bijzonder te betrekken in de algemene vergadering en alleszins te laten meestemmen over het verloningsbeleid.⁴²⁵

Een gangbaar alternatief op deze niets-betekenende aansporingen en tegenwerkende wetgeving dat dikwijls in de rechtsliteratuur opduikt, is het introduceren van **meer 'interne institutionele governance'**. Sommigen halen Amerikaans geïnspireerde maatregelen aan zoals ICB's via bindende wetgeving te verplichten hun stemrechtverlenende aandelen effectief te gebruiken in de algemene vergadering.⁴²⁶ Het HIGH LEVEL REPORT⁴²⁷ en het EAP⁴²⁸ spraken zich echter reeds terecht vernietigend uit over dergelijke maatregelen, gezien het risico dat het het slaafs uitoefenen van het stemrecht in overeenstemming met de door het bestuur gepresenteerde voorstellen induceert: een JA-stem voor welke beslissing dan ook.⁴²⁹

⁴²¹ Bepaling 8.2 BCCG 12 maart 2009, 24

⁴²² Bepaling 8.12 BCCG 12 maart 2009, 25

⁴²³ Bepaling 8.5 BCCG 12 maart 2009, 24

⁴²⁴ Bepaling 8.13 BCCG 12 maart 2009, 25

⁴²⁵ Commissie van de Europese Gemeenschappen, Beloning van bestuurders: De Commissie presenteert aanvullende richtsnoeren voor de structuur en vaststelling van bestuurdersbeloningen, 29 april 2009, nr. IP/09/673, 1,

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/673&format=HTML&aged=0&language=NL&guiLanguage=en>

⁴²⁶ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 103; D. MEEUS, "Verslag" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblio, 1999, 779

⁴²⁷ High Level Group of Company Law Experts, A modern regulatory framework for company law in Europe, 4 november 2002, 57, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf

⁴²⁸ EAP, 16

⁴²⁹ X, "Aandeelhouders Bel20-bedrijven stemmen amper", *De Tijd* 29 oktober 2008, 15; K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 28

De *corporate governance*-codes passen hiervan een afgezwakte versie toe. In navolging van het Engelse *Cadbury-report* en het Franse *Marini-rapport*⁴³⁰ stelt Richtlijn 3 van Bepaling 8.5 BCCG: “*The company should ask institutional shareholders and their voting agencies for explanations on their voting behaviour.*”⁴³¹ De OECD Principles of Corporate Governance gaan nog verder en bevelen ICB’s aan hun stemgedrag, de motivatie van hun keuzes én de achterliggende tactische procedures tot het bepalen van de richting waarin ze gaan stemmen, aan hun cliënten kenbaar te maken.⁴³² Het is namelijk zo dat “*there are concerns about the potential for conflicts of interests of those who manage the investments on behalf beneficiaries, both in terms of their relationships with the companies they invest in and in terms of their internal reward schemes. This potential for conflicts of interests justifies, as a matter of good governance of institutional investors, their beneficiaries being entitled to know what their policies are with respect to investment and the exercise of rights attached to their investments. Beneficiaries are also entitled to demand to see the voting records showing how these rights have been used in a particular case.*”⁴³³ Daar ook deze nationale regel door zijn slechts aanbevelend karakter geen *compliance* garandeert en de bindende regelgeving omtrent ICB’s voor een groot stuk reeds geharmoniseerd werd, vallen naast stilzitten slechts twee bindende maatregelen te overwegen.

Eerst en vooral kan, naar analogie met de toekomstige Europese aanbeveling inzake het transparant stemgedrag van volmachthouders t.a.v. aandeelhouders⁴³⁴ en naar het voorbeeld van de Portugese wetgeving,⁴³⁵ Richtlijn 85/611 gewijzigd worden door een **bindende transparantievereiste voor het stemgedrag van ICB’s** voor te schrijven. Op lange termijn zal de *compliance* met deze regel voor een verhoogde concurrentiegraad tussen ICB’s kunnen zorgen, wat hen ertoe aanzet nog meer informatie te verstrekken aan hun cliënten. Doordat de cliënten op korte termijn een verantwoording voor het al dan niet investeringsgewijs falen van

⁴³⁰ K. LANNOO, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER en E. LOESBERG, *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 156-158

⁴³¹ Richtlijn 3 van Bepaling 8.5 BCCG 12 maart 2009, 24

⁴³² Principle II.F.1. OECD Principles of Corporate Governance bepaalt: “*Institutional investors acting in a fiduciary capacity should disclose their overall corporate governance and voting policies with investments, including the procedures that they have in place for deciding on the use of their voting rights*”; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 16, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

⁴³³ High Level Group of Company Law Experts, A modern regulatory framework for company law in Europe, 4 november 2002, 56, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf

⁴³⁴ Commission of the European Communities, Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights: Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services, 30 april 2007, 6-7, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf

⁴³⁵ EAP, 15-16

het door de ICB toegepast stemgedrag zullen eisen⁴³⁶, creëert men hierdoor voor hen meer zeggenschap in de portfoliestructuur van ICB's. Ter uitvoering van de feedback van hun cliënteel zal het bestuur van de ICB's gedwongen worden zich prudentieler of aggressiever op te stellen en meer uitgebreide *due dilligence*-onderzoeken uit te voeren.⁴³⁷ Naar het werkmodel van de *private equity*-sector wordt de ICB zo dichter en langer betrokken bij het bestuur van de vennootschap waarin hij aandelen heeft en kan hij door het *monitoren* van de onderneming meehelpen *shareholder value* te creëren.⁴³⁸ Het gevaar bestaat er echter in dat, hoewel de ICB's transparant zouden optreden, het draagvlak onder hun cliënteel zo goed als onbestaande is om de vrijgegeven informatie aan een grondig onderzoek te onderwerpen en het bestuur van de ICB's effectief te *monitoren*⁴³⁹, wat de passiviteitsproblematiek enkel verplaatst van de ICB's zelf naar hun cliënten.

⁴³⁶ C. KIRCHNER, "Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 344

⁴³⁷ E. WYMEERSCH, "Corporate Governance and Financial Stability", Gent, Financial Law Institute Working Paper, October 2008, nr. 2008-11, 8

⁴³⁸ J. WINTER, "Speech: Moving forward EU Corporate Governance and Company Law", Leuven, 9 januari 2009; K. GEENS en C. CLOTTENS, "One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency" in JAN RONSE INSTITUUT (Ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 28

⁴³⁹ E. WYMEERSCH, "Corporate Governance and Financial Stability", Gent, Financial Law Institute Working Paper, October 2008, nr. 2008-11, 11: het blijken vooral de financiële toezichthouders die voorstander zijn een verhoogde transparantie om het vertrouwen in de aandelenmarkt te herstellen, terwijl de particuliere investeerders eerder onverschillig omtrent het hele gebeuren blijken.

3.2.3.6 Onafhankelijkheid van bestuur t.o.v. referentieaandeelhouders

A) Agency-probleem tussen referentie- en minderheidsaandeelhouders (bis)

Naast de negatieve beïnvloeding van het gebruik van CEMs door referentieaandeelhouders op de *market for corporate control*, kan ook een falend intern bestuursmodel waarbij “*de raad van bestuur van een ter beurs genoteerde vennootschap haar referentieaandeelhouder(s) zal bevoordeligen ten nadele van de andere aandeelhouders van de vennootschap*”⁴⁴⁰ en een blijvend risico op *board entrenchment* de *shareholder value* in het gedrang brengen. De vraag stelt zich hoe het intern bestuur het best georganiseerd kan worden opdat ze enkel het vennootschapsbelang dient en zich niet beperkt tot dat van de referentieaandeelhouder die men *de facto* vertegenwoordigt.⁴⁴¹ “*The single major challenge addressed by corporate governance is how to grant managers the necessary discretionary power over the conduct of the business and affairs of the corporation while holding them accountable for the use of that power.*”⁴⁴² In de rechtsliteratuur wordt dit ook wel **internal of organisational governance** genoemd, of nog *intra-company governance*.⁴⁴³ “*Internal governance aims at ensuring that an institution’s management body (both the supervisory and management function) is explicitly and transparently responsible for its business strategy, organisation and internal control. Internal governance is the responsibility of the management body (both the supervisory and management function). It is concerned mainly with setting the institution’s business objectives and its appetite for risk, how the business of the institution is organised, how responsibilities and authority are located, how reporting lines are set up and what information they convey, and how internal control (including risk control, compliance, and internal audit) is organized.*”⁴⁴⁴

⁴⁴⁰ H. LAGA, “Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V.” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschappenwetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995, 205

⁴⁴¹ H. LAGA, “Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V.” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschappenwetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995, 205; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 620

⁴⁴² W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E.

WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 178

⁴⁴³ L. VAN DEN BERGHE, “Internal Governance: The Neglected Pillar of Good Governance” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 941

⁴⁴⁴ Committee of European Banking Supervisors, Guidelines on the Application of the Supervisory Review Process under Pillar 2 (CP03 revised), 25 January 2006, 5,

<http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/cebs/GL03.pdf> ; L. VAN DEN BERGHE, “Internal

In tegenstelling tot de eerder compositaire aanpak in België, wordt de onafhankelijkheid van het bestuur in onze buurlanden op uiterst structurele wijze gewaarborgd. Zowel de Nederlandse als de Duitse vennootschapswetgeving schrijven bindend voor dat een aparte toezichtsorgaan (*Raad van Commissarissen/Aufsichtsrat*) van niet-uitvoerende bestuurders opgericht dient te worden dat opdringerige referentieaandeelhouders moet afhouden van het direct beïnvloeden van het dagelijks bestuur.⁴⁴⁵ Deze laatste functie wordt zo voorbehouden aan een tweede, apart managementorgaan met uitsluitend uitvoerende bestuurders (*Raad van Bestuur/Vorstand*) dat volledig benoemd en gecontroleerd wordt door het toezichtsorgaan.⁴⁴⁶ Door dit **dualistisch of ‘two-tier’-model** zijn de uitvoerende bestuurders, althans in theorie, afgeschermd van directe invloed van de referentieaandeelhouders en kunnen ze op onafhankelijke wijze hun werk doen.⁴⁴⁷ *In concreto*, kunnen de aandeelhouders de uitvoerende bestuurders in het managementorgaan niet rechtstreeks ontslaan, wat tot nader orde wel het geval is in monistische systemen zoals dat in België en in het Verenigd Koninkrijk.⁴⁴⁸ Aangezien hun zetel in het managementorgaan er niet vanaf hangt, fungeren de uitvoerende bestuurders in een dualistisch systeem dan ook zonder angst voor potentiële belangenconflicten met de referentieaandeelhouders.

Het introduceren van dit in principe *good governance*-model in België⁴⁴⁹ of het uitbreiden ervan naar gans Europa⁴⁵⁰ zijn in het verleden slechts gedeeltelijke succesverhalen

Governance: The Neglected Pillar of Good Governance” in X. (ed), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 942

⁴⁴⁵ K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 751; C. JUNGSMANN, “The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems- Evidence from the UK and Germany”, *ECFR* 2006, 432; P. NOBEL, “Audit Within the Framework of Corporate Governance” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH, (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 203

⁴⁴⁶ C. JUNGSMANN, “The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems- Evidence from the UK and Germany”, *ECFR* 2006, 432

⁴⁴⁷ C. JUNGSMANN, “The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems- Evidence from the UK and Germany”, *ECFR* 2006, 435

⁴⁴⁸ C. JUNGSMANN, “The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems- Evidence from the UK and Germany”, *ECFR* 2006, 437

⁴⁴⁹ Art. 90, lid 1 Ontwerp van wet tot wijziging van de gecoördineerde wetten betreffende de handelsvennootschappen, *Parl. St. Kamer* 1979-80, nr. 387/1, 324 stelde : “*De naamloze vennootschappen worden bestuurd door een bestuurder-zaakvoerder of door een raad van beheer bestaande uit bestuurders-zaakvoerders, belast met het beheer van de zaken van de vennootschap, en door een raad van toezicht bestaande uit andere bestuurders belast met het toezicht op dat beheer volgens de regels bepaald in de artikelen 91 tot 113*”; H. LAGA, “Flexibiliteit in het vennootschapsrecht” in B. TILLEMANN en A. VERBEKE, *Actualia vermogensrecht : Liber Alumnorum KULAK als hulde aan Prof. Dr. Georges Macours*, Brugge, die Keure, 2005, 443; K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 127; K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat

gebleken.⁴⁵¹ De Belgische wetgeving en BCCG⁴⁵² stellen ondernemingen een geheel ander bestuursmodel ter beschikking: een overheersend **monistisch bestuursmodel** waarbij één enkele raad van bestuur zowel het dagdagelijkse management in hoofde van uitvoerende bestuurders als de periodieke toezichtfunctie in hoofde van niet-uitvoerende bestuurders toegewezen krijgt.⁴⁵³ Nochtans bestaat er de mogelijkheid om facultatief statutair over te schakelen naar een hybride stelsel⁴⁵⁴ dat de raad van bestuur toelaat enkele (niet de wettelijke, aan de raad van bestuur voorbehouden) bestuursbevoegdheden te delegeren aan een dagelijks bestuurder en/of een directiecomité. Waar de residuaire bevoegdheid wettelijk werd voorbehouden voor de raad van bestuur,⁴⁵⁵ wordt zij op haar beurt aanbevolen om niet alleen de structuur van het uitvoerend management op te stellen,⁴⁵⁶ maar ook om voldoende bevoegdheden voor zichzelf over te houden opdat ze haar verantwoordelijkheden en plichten zou kunnen uitvoeren.⁴⁵⁷ Specifiek voor het facultatief te installeren directiecomité⁴⁵⁸ of elk ander *executive management*-orgaan zoals de dagelijks bestuurder⁴⁵⁹, is het aan te raden haar te laten instaan voor de effectieve dagdagelijkse leiding van de onderneming en het opstellen

beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 752, 754 en 765

⁴⁵⁰ Art. 2, lid 1 Voorstel voor een vijfde richtlijn van de Raad strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, lid 2, van het Verdrag om de belangen te beschermen, zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen, *Pb.C.* 13 december 1972, afl. 131, 49-61 stelde: “*De Lid-Staten regelen overeenkomstig de bepalingen van de hoofdstukken II en III van deze richtlijn de structuur van de vennootschap in dier voege dat de vennootschap ten minste drie afzonderlijke organen heeft: a) het orgaan van bestuur: belast met het besturen van de zaken der vennootschap en haar vertegenwoordiging; b) het orgaan van toezicht: belast met het toezicht op het orgaan van bestuur en c) de algemene vergadering van aandeelhouders.*”; L. CORNELIS en A. FRANCOIS, “De doorwerking van komende Europese regelgeving in het vennootschapsrecht: Europese beïnvloeding van de Belgische Corporate Governance”, *RW* 1995-1996, 1186

⁴⁵¹ Het EAP pleit nu voor een keuzesysteem voor vennootschappen à la Societas Europaea of naar het beeld van de Franse vennootschapswetgeving. Zie hierover: EAP, 19; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 17

⁴⁵² BCCG 12 maart 2009, 7

⁴⁵³ K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 756

⁴⁵⁴ K. BYTTEBIER, P. PIU, en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 134

⁴⁵⁵ Art. 522 W.Venn.; H. LAGA, “Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V.” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschappenwetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995, 193

⁴⁵⁶ Bepaling 1.4 BCCG 12 maart 2009, 11 bepaalt: “*The board should decide on the executive management structure and determine the powers and duties entrusted to the executive management. These should be included in the terms of reference of the board and in those of the executive management.*”

⁴⁵⁷ Bepaling 6.4 BCCG 12 maart 2009, 20 bepaalt: “*The board should empower the executive management to enable it to perform its responsibilities and duties. Taking into account the company's values, its risk appetite and key policies, the executive management should have sufficient latitude to propose and implement corporate strategy.*”

⁴⁵⁸ Art. 524bis W.Venn.

⁴⁵⁹ Art. 525 W.Venn.

van interne controlemechanismen die het *monitoring*werk van de raad van bestuur kan verlichten.⁴⁶⁰ Om de onafhankelijkheid van het bestuur te waarborgen worden enkele niet-uitvoerende bestuurders als onafhankelijken aangewezen.

De wettelijke scheiding van toezicht- en managementfuncties in een dualistisch model i.p.v. de kunstmatige, compositaire divergentie tussen verschillende soorten bestuurders in een ‘one tier’-model leidt tot een meer objectief overzicht en evaluatie van het management en creëert een betere cultuur van **collectieve verantwoording**.⁴⁶¹ Sommigen gaan er zelfs van uit dat de mate van onafhankelijkheid van het bestuur een graadmeter kan zijn voor de aantrekking van nieuwe investeerders⁴⁶² waarbij vennootschappen met een dualistisch systeem of een ‘aangepast’ monistisch systeem (lees: met onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders) duidelijk attractiever zijn dan ‘puur’ monistisch (lees: zonder onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders) bestuurde vennootschappen.⁴⁶³

B) Onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders: hard of soft law?

I) Europese Aanbeveling inzake niet-uitvoerende bestuurders en de Auditrichtlijn

Deels in navolging van de Amerikaanse Sarbanes-Oxley Act⁴⁶⁴ en de Engelse Combined Code⁴⁶⁵, die afstemden op een aangepast systeem van monistisch bestuur waarbij een

⁴⁶⁰ Bepaling 6.5 BCCG 12 maart 2009, 20 bepaalt: “*The executive management should at least: - be entrusted with the running of the company; - put internal controls in place (i.e. systems to identify, assess, manage and monitor financial and other risks) without prejudice to the board’s monitoring role, based on the framework approved by the board; - present to the board a complete, timely, reliable and accurate preparation of the company’s financial statements, in accordance with the applicable accounting standards and policies of the company; - prepare the company’s required disclosure of the financial statements and other material financial and non-financial information; - present the board with a balanced and understandable assessment of the company’s financial situation; - provide the board in due time with all information necessary for the board to carry out its duties; - be responsible and accountable to the board for the discharge of its responsibilities.*”

⁴⁶¹ W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E.

WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 179

⁴⁶² K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblio, 1999, 765

⁴⁶³ H. LAGA, “Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V.” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschappenwetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblio, 1995, 206

⁴⁶⁴ Section 301 Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes, Congress of the United States of America (Sarbanes-Oxley-Act), H.R. 3763, www.findlaw.com, 1-66 stelt: “*Each member of the audit committee of the issuer shall be a member of the board of directors of the issuer, and shall otherwise be independent. In order to be considered to be independent for purposes of this paragraph, a member of an audit committee of an issuer may not, other than in his or her capacity as a member of the audit committee, the board of directors, or any other board committee (i) accept any consulting, advisory, or other compensatory fee from the issuer; or (ii) be an affiliated person of the issuer or any subsidiary thereof.*”

proportioneel aantal onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur werd opgenomen⁴⁶⁶, en in respons op de Ahold-zaak, waaruit bleek dat ook dualistisch georganiseerde bestuursstructuren niet vrij waren van belangenconflicten tussen bestuurder en referentieaandeelhouder, trachtte de Europese wetgever de **nationale corporate governance-codes te coördineren** aangaande onafhankelijk bestuur⁴⁶⁷ en besloot de COMMISSIE de niet-bindende Aanbeveling 2005/162 van 15 februari 2005 aan te nemen.⁴⁶⁸

Aangezien er geen eenduidige opvatting mogelijk is van wat onafhankelijkheid precies inhoudt, moet het volgens Aanbeveling 2005/162 in de eerste plaats aan de raad van bestuur zelf overgelaten worden te preciseren wat het verstaat onder het **begrip ‘onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurder’** opdat het via de benoemingscomités duidelijke richtlijnen kan opstellen aangaande de toekomstige benoeming van onafhankelijke bestuurders.⁴⁶⁹ Algemeen wordt ervan uitgegaan dat de onafhankelijkheid zowel slaat op de relaties tussen de niet-uitvoerende bestuurders en het *executive management* in eerder open aandeelhoudersstructuren als de verhoudingen die de bestuurders hebben met de referentieaandeelhouders in geconcentreerde aandeelhouderstructuren. De Aanbeveling liet het aan de Lidstaten echter vrij om via *soft law*-codes met een vrijwillig of wettelijk verplicht *comply or explain*-methode te werken, dan wel de aanbevolen onafhankelijkheidscriteria volledig wettelijk vast te leggen.⁴⁷⁰ De eerste meer flexibele techniek laat de ondernemingen

⁴⁶⁵ Main Principle A.3 Combined Code stelt: “*The board should include a balance of executive and non-executive directors (and in particular independent non-executive directors) such that no individual or small group of individuals can dominate the board’s decision taking.*”: zie Financial Reporting Council, The Combined Code on Corporate Governance, June 2008, 7, [http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined_Code_June_2008/Combined%20Code%20Web%20Optimized%20June%202008\(2\).pdf](http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined_Code_June_2008/Combined%20Code%20Web%20Optimized%20June%202008(2).pdf)

⁴⁶⁶ H.-J. HELLWIG, “The US Concept of Corporate Governance under the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Its Effects in Europe”, *ECFR* 2007, 426; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, Draft 9 januari 2009, onuitg., 18

⁴⁶⁷ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 2, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁴⁶⁸ Aanbev.Comm. nr. 2005/162, 15 februari 2005 betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende de comités van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen, *Pb.L.* 25 februari 2005, afl. 52, 51-63 (hierna Aanbeveling 2005/162)

⁴⁶⁹ Artikel 13, lid 2 en Considerans 18 Aanbeveling 2005/162

⁴⁷⁰ Artikel 1, lid 1 en 2 en Considerans 4 Aanbeveling 2005/162; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 2, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf; H. LAGA en F.

toe om aan sector- en bedrijfsspecifieke eisen te voldoen en geeft de markten de mogelijkheid de verstrekte verklaringen en motiveringen te beoordelen.⁴⁷¹

II) Belgische omzetting: van code en soepele wet naar stringentere *hard law*

In eerste instantie nam de BCCG⁴⁷² de criteria van art. 13, lid 1 en Annex 2 Aanbeveling 2005/162, die nog niet in oud art. 524, §4, lid 2 W.Venn. waren opgenomen, volledig over.⁴⁷³

Bij Wet van 17 december 2008⁴⁷⁴ besloot de Belgische wetgever echter deze stringentere criteria ook op bindende wijze te verankeren⁴⁷⁵, dit keer in **art. 526ter W.Venn.**⁴⁷⁶ De

PARREIN, "Corporate Governance in a European perspective" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 18

⁴⁷¹ Considerans 4 Aanbeveling 2005/162

⁴⁷² Bepaling 2.3 en 2.4 en Appendix A BCCG 12 maart 2009, 13 en 27

⁴⁷³ Art. 13, lid 1 Aanbeveling 2005/162 stelt: "*Een bestuurder dient als onafhankelijk te worden beschouwd wanneer hij geen zakelijke, familie- of andere relatie - met de onderneming, haar grootaandeelhouder of het bestuur van één van beide - heeft die tot een belangenconflict leidt waardoor zijn oordeelsvermogen kan worden beïnvloed.*"

⁴⁷⁴ Art. 16 Wet 17 december 2008 inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen, *BS* 29 december 2008

⁴⁷⁵ Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel van 14 oktober 2008 inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen, *Parl.St.* Kamer 2008-09, nr. 1471/1, 11

⁴⁷⁶ Art. 526ter W.Venn. stelt nu: "*De onafhankelijk bestuurder in de zin van artikel 526bis, § 2, dient ten minste te voldoen aan volgende criteria : 1° gedurende een tijdvak van vijf jaar voorafgaand aan zijn benoeming, noch in de vennootschap, noch in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, een mandaat van uitvoerend lid van het bestuursorgaan of een functie van lid van het directiecomité of van persoon belast met het dagelijks bestuur hebben uitgeoefend; 2° niet meer dan drie opeenvolgende mandaten als niet-uitvoerend bestuurder in de raad van bestuur hebben uitgeoefend, zonder dat dit tijdvak langer mag zijn dan twaalf jaar; 3° gedurende een tijdvak van drie jaar voorafgaand aan zijn benoeming, geen deel hebben uitgemaakt van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11; 4° geen vergoeding of ander belangrijk voordeel van vermogensrechtelijke aard ontvangen of hebben ontvangen van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, buiten de tantièmes en de vergoeding die hij eventueel ontvangt of heeft ontvangen als niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of lid van het toezichthoudende orgaan; 5° a) geen maatschappelijke rechten bezitten die een tiende of meer vertegenwoordigen van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap; b) indien hij maatschappelijke rechten bezit die een quotum van minder dan 10 % vertegenwoordigen : - mogen die maatschappelijke rechten samen met de maatschappelijke rechten die in dezelfde vennootschap worden aangehouden door vennootschappen waarover de onafhankelijk bestuurder controle heeft, geen tiende bereiken van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap; of - mogen de daden van beschikking over die aandelen of de uitoefening van de daaraan verbonden rechten niet onderworpen zijn aan overeenkomsten of aan eenzijdige verbintenissen die het onafhankelijk lid van het bestuursorgaan heeft aangegaan; c) in geen geval een aandeelhouder vertegenwoordigen die onder de voorwaarden valt van dit punt; 6° geen significante zakelijke relatie hebben of in het voorbije boekjaar hebben gehad met de vennootschap of met een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, noch rechtstreeks noch als vennoot, aandeelhouder, lid van het bestuursorgaan of lid van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van een vennootschap of persoon die een dergelijke relatie onderhoudt; 7° in de voorbije drie jaar geen vennoot of werknemer zijn geweest van de huidige of vorige externe auditor van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon in de zin van artikel 11; 8° geen uitvoerend lid zijn van het bestuursorgaan van een andere vennootschap waarin een uitvoerend bestuurder van de vennootschap zetelt in de hoedanigheid van niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of als lid van het toezichthoudende orgaan, en*

Belgische wetgever ‘migreert’⁴⁷⁷ hiermee de *soft law*-onafhankelijkheidsaanbeveling van de oude Code Lippens op beperkte wijze in *hard law*, maar verplicht beursgenoteerde vennootschappen slechts op indirecte wijze onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur op te nemen aangezien de Wet van 17 december 2008 enkel refereert naar een verplicht op te stellen auditcomité⁴⁷⁸ waarin tenminste één⁴⁷⁹ bestuurder onafhankelijk moet zijn.⁴⁸⁰ Deze bestuurder is noodzakelijkerwijze zowel lid van het auditcomité als van de overkoepelende raad van bestuur. Dit is het onbewust gevolg van het omzetten van art. 41, lid 1, eerste zin Richtlijn 2006/43 (ook wel Auditrichtlijn) dat elke beursgenoteerde onderneming verplicht een auditcomité op te zetten.⁴⁸¹ Het is echter Bepaling 2.3 van de BCCG die de rechtstreekse aanbeveling maakt om tenminste drie onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur op te nemen.⁴⁸²

geen andere belangrijke banden hebben met uitvoerende bestuurders van de vennootschap uit hoofde van functies bij andere vennootschappen of organen; 9° geen echtgenoot, wettelijk samenwonende partner of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad hebben die in de vennootschap of in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, een mandaat van lid van het bestuursorgaan, lid van het directiecomité, persoon belast met het dagelijks bestuur of lid van het leidinggevend personeel, in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, uitoefenen, of die zich een van de andere in de punten 1° tot 8° beschreven gevallen bevinden. Het benoemingsbesluit maakt melding van de motieven op grond waarvan de hoedanigheid van onafhankelijk bestuurder wordt toegekend. De Koning, alsook de statuten, kunnen in bijkomende of strengere criteria voorzien. "

⁴⁷⁷ H. LAGA, “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van corporate governance-aanbevelingen” in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus: Vriendenboek Raf Versteegen*, Brugge, die Keure, 2004, 160

⁴⁷⁸ Voor een eerste bespreking, zie K. KEULEERS, “Oprichting auditcomité verplicht voor genoteerde vennootschappen”, *De Venn.* 2008, 6-7

⁴⁷⁹ De vraag hoeveel onafhankelijken binnen een monistische raad van bestuur moeten benoemd worden is een apart debat. Waar wettelijk slechts één vereist is, doen de talloze internationale en Belgische codes andere suggesties: Bepaling 2.3 BCCG 12 maart 2009, 13 gaat uit van een pariteit tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders en de aanwezigheid van minstens drie onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders; Bepaling A.3.2. Combined Code juni 2008, 8 gaat uit van dezelfde pariteit en beveelt aan alle niet-uitvoerende bestuurder als onafhankelijken te benoemen; Considerans 8 Aanbeveling 2005/162 laat het aanbevolen aantal onafhankelijke bestuurders in het midden gezien de diversiteit op Lidstatelijk niveau.

⁴⁸⁰ Art. 526bis, § 2 W.Venn.; K. KEULEERS, “Oprichting auditcomité verplicht voor genoteerde vennootschappen”, *De Venn.* 2009, 6

⁴⁸¹ Art. 41, lid 1, eerste zin Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2006/43, 17 mei 2006 betreffende de wettelijke controles van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen, tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 84/253/EEG van de Raad, *Pb.L.* 9 juni 2006, afl. 157, 87-107 stelt: “Elke organisatie van openbaar belang heeft een auditcomité. De lidstaten bepalen of auditcomités samengesteld moeten zijn uit niet bij het dagelijks bestuur betrokken leden van het leidinggevende en/of leden van het toezichthoudende orgaan van de gecontroleerde entiteit en/of leden die worden benoemd door de algemene aandeelhoudersvergadering van de gecontroleerde entiteit. Ten minste één lid van het auditcomité is onafhankelijk en beschikt over de nodige deskundigheid op het gebied van boekhouding en/of controle.”

⁴⁸² Bepaling 2.3 BCCG 12 maart 2009, 13

III) *Compliance en monitoring*

Hoewel België als Lid-Staat goed scoort in de *compliance* van Aanbeveling 2005/162⁴⁸³, is het onzeker of de beursgenoteerde ondernemingen zelf de onafhankelijkheidsregels in acht nemen.⁴⁸⁴ RICKFORD beschouwt dit probleem als een gevolg van de mankende doelstellingen van de aanbevelingen zelf. Ofwel ligt die daarin om het achterliggend kader van een bestuursapparaat te regelen (bv. de terbeschikkingstelling van een aanbevolen dualistisch bestuursmodel) en is de *compliance* in dat geval relatief eenvoudig te beoordelen, ofwel is de aanbeveling uit op een interne gedragsmodificatie van het bestuur zelf (bv. benoeming van sectorervaren dan wel buitenstaande bestuurders) waarbij *compliance* moeilijker ligt.⁴⁸⁵ Het vaststellen of ondernemingen onafhankelijke bestuurders aanstellen illustreert dit laatste *compliance*-probleem. Het is dan ook van onmiskenbaar belang dat de aandeelhouders voldoende *monitorings* mogelijkheden hebben om de onafhankelijkheid van het bestuur te beschermen aangezien het uiterst moeilijk te beoordelen is welke bestuurder ‘afhankelijk’ is en in hoeverre hij het ‘vennootschapsbelang’ in een conflictsituatie brengt. Na een bepaalde termijn zal elke bestuurder namelijk in meer of mindere mate positie innemen en partij kiezen voor een bepaalde (minderheids)aandeelhouder of voor het management.⁴⁸⁶

Vroeger was *monitoring* door de aandeelhouders, buiten het nagaan van de **loutere boxticking-compliance** van de criteria in de Code Lippens, de drie concrete (wettelijke) onafhankelijkheidscriteria in oud art. 524, §4, lid 2 W. Venn. en het *ad nutum* ontslag van een bestuurder, quasi-onmogelijk.⁴⁸⁷ Ingeval van een (minderheids)aandeelhoudersclaim tot

⁴⁸³ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 7 en 13, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁴⁸⁴ Bij wijze van voorbeeld: enkele bestuurders van Fortis werden ervan verdacht te blindelings de expansieplannen van Maurice Lippens gevolgd te hebben, waarbij ze hun eigen onafhankelijkheid gedeeltelijk zouden hebben laten varen. Zie S. MICHIELSEN, “Ze stonden erbij en keken ernaar”, *De Tijd* 7 oktober 2008, 6

⁴⁸⁵ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 462

⁴⁸⁶ K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 758; H. SWENNEN, “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 776

⁴⁸⁷ L. VAN DEN BERGHE, “Publiek debat over deugdelijke bestuur mag dieper gaan”, *De Tijd* 17 januari 2009, 18; E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 514; G. ROSSI, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 501-502

nietigverklaring van een benoemingsbesluit van een ‘afhankelijke’ bestuurder onder art. 178-179 W. Venn. was de bewijslast niet gering. Men moest, vooreerst, aantonen dat de bestuurder benoemd geworden was doordat de referentieaandeelhouder zijn stemrechten misbruikt had (misbruik van meerderheid).⁴⁸⁸ Bovendien moest de bestuurder ‘afhankelijk’ geweest zijn van een aandeelhouder (afhankelijkheid)⁴⁸⁹ die op zijn beurt zijn stemrecht had moeten uitoefenen waarbij het voordeel van een benoeming van een ‘afhankelijke’ bestuurder voor hem ook op een andere, voor de andere aandeelhouders minder nadelige wijze had kunnen bereikt worden (onevenredigheid). Daarbovenop moest het misbruik⁴⁹⁰ van dit stemrecht kennelijk de grenzen van een redelijke rechtsuitoefening overschrijden (marginale toetsing).⁴⁹¹ Om de onafhankelijkheid van een bestuurder in te schatten, beschikte de rechter enkel over het uiterst **vaag restcriterium in oud art. 524, §4, lid 2, punt 4° W.Venn.**⁴⁹² en werd hij dus gedwongen de slechts *soft law*-onafhankelijkheidscriteria van de Code Lippens te gebruiken om dit criterium verder in te vullen.⁴⁹³ M.a.w., de rechter gebruikte de interpretatieve werking van een *post-law* functionerende aanbeveling om een *hard law*-onafhankelijkheids criterium uit te leggen en verleende hierdoor aan de aanbeveling ‘incidenteel’ en ‘indirect’ bindende werking.⁴⁹⁴

Bij de verstrengde wetswijziging van 17 december 2008 hebben de aandeelhouders twee verdere mogelijkheden om hun beklag te doen. Ten eerste kunnen de aandeelhouders schadevergoeding vragen voor de schade die ze geleden hebben door een bestuurshandeling van de raad van bestuur waaruit de **‘afhankelijkheid’ van een wettelijk verplicht, onafhankelijk bestuurder** duidelijk gebleken is en in causaal verband staat met de geleden schade. Op grond van de bestuurdersovereenkomst kan deze persoonlijk aansprakelijk gesteld

⁴⁸⁸ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in E. WYMEERSCH, (Ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 618

⁴⁸⁹ De bewijslast wordt hier slechts gedeeltelijk versoepeld doordat het benoemingsbesluit zelf reeds moet aangeven wat de motieven zijn op grond waarvan de hoedanigheid van onafhankelijk bestuurder werd toegekend. Zie oud art. 524, §4, lid 3 W.Venn. en nieuw art. 526ter, lid 2 W.Venn.

⁴⁹⁰ Opzet is niet vereist, maar is wel voldoende om misbruik vast te stellen. Zie: H. DE WULF, “De spanning tussen de vrijheid om een groepsbeleid omtrent corporate opportuniteiten te ontwikkelen en de legitieme verwachtingen van minderheidsaandeelhouders” (noot onder Antwerpen, 22 mei 2003), *TRV* 2005, 491

⁴⁹¹ J.M. NELISSEN GRADE, *Vennootschapsrecht: Capita selecta*, onuitg., 2008-2009, 80-81

⁴⁹² Oud art. 524, §4, lid 2, punt 4° W.Venn. bepaalde: “*geen relatie onderhouden met een vennootschap die van aard is de onafhankelijkheid in het gedrang te brengen*”.

⁴⁹³ Verslag bij het wetsontwerp van 4 april 2002 houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl. St. Kamer* 2001-02, nr. 1211/14, 264; E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 526

⁴⁹⁴ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, p. 619, voetnoot 25; Voor een uitgebreide analyse van dit migratieverschijnsel, zie infra.

worden volgens art. 527 W.Venn. voor het niet naleven van de onafhankelijkheidscriteria in art. 526ter W.Venn. Immers, het redelijk en zorgvuldig bestuur vereist dat hij niet alleen kennelijk redelijk handelt zoals elke andere vooruitziende bestuurder geplaatst in dezelfde omstandigheden (middelenverbintenis) maar ook dat hij voldoet aan de dwingende specifiek voorgeschreven verplichtingen (resultaatsverbintenis die uit de wet blijkt)⁴⁹⁵ die hij met een aannemen van zijn mandaat aangaat.⁴⁹⁶ Ten tweede kan de vennootschap, bv. door middel van een minderheidsvordering, de schade die zij rechtstreeks lijdt door de benoeming *an sich* van de wettelijk verplichte ‘afhankelijke’ bestuurder verhalen op de bestuurder via de hoofdelijke aansprakelijkheidsregel van art. 528 W.Venn. Ook hier volstaat het aan te duiden dat de wettelijk verplichte onafhankelijke bestuurder de criteria van art. 526ter W.Venn. niet voldoet en hierdoor causaal de schade veroorzaakte.

Indien echter de raad van bestuur in haar jaarverslag aan de aandeelhouders mededeelt dat zij bijkomende (lees: wettelijk niet-verplichte) niet-uitvoerende bestuurders als ‘onafhankelijk’ beschouwt, toont het migratieverschijnsel van *soft law* naar *hard law* zich opnieuw. Totdat het nieuwe art. 50ter Vierde Richtlijn⁴⁹⁷ is omgezet in nationale regelgeving, is de raad van bestuur enkel verplicht een getrouw overzicht van de ontwikkeling van de vennootschap weer te geven in het jaarverslag.⁴⁹⁸ Zij wordt daarbovenop slechts aanbevolen – niet verplicht⁴⁹⁹ - **additionele onafhankelijke bestuurders** te benoemen⁵⁰⁰ en hun hoedanigheid in de CG Statement bij het jaarverslag mede te delen.⁵⁰¹ Door dit echter vrijwillig te doen, verklaart het bestuur ten opzichte van de vennootschap en de markt op éénzijdige wijze gebonden te zijn

⁴⁹⁵ J.-M. NELISSEN GRADE, *Vennootschapsrecht: Capita selecta*, onuitg., 2008-2009, 33

⁴⁹⁶ J.-M. NELISSEN GRADE, *Vennootschapsrecht: Capita selecta*, onuitg., 2008-2009, 37; E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 523

⁴⁹⁷ Art. 50ter van de Vierde Richtl. ingevoerd door Richtlijn 2006/46 stelt o.a.: “*De lidstaten zorgen ervoor dat de leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen van de vennootschap collectief de verplichting hebben ervoor te zorgen dat de jaarrekening, het jaarverslag en, indien deze afzonderlijk wordt opgesteld, de verklaring inzake corporate governance als bepaald in artikel 46 bis overeenkomstig de eisen van deze richtlijn worden opgesteld en gepubliceerd*”

⁴⁹⁸ Art. 95 W.Venn. in juncto art. 96, 1° en 3° W.Venn.

⁴⁹⁹ J.M. NELISSEN GRADE, *Vennootschapsrecht: Capita selecta*, onuitg., 2008-2009, 7

⁵⁰⁰ Let wel: de raad van bestuur heeft wél de wettelijke verplichting de hoedanigheid van de wettelijk verplichte onafhankelijke bestuurder die ook in het auditcomité zit, te vermelden in het jaarverslag: zie het nieuwe art. 96, 9° W.Venn. dat stelt: “*Het jaarverslag bedoeld in artikel 95 bevat: in voorkomend geval, de verantwoording van de onafhankelijkheid en deskundigheid op het gebied van boekhouding en audit van ten minste één lid van het auditcomité.*”

⁵⁰¹ Bepaling 2.4 en Bepaling 9.3/1 Appendix F bij de BCCG van 12 maart 2009, 13 en 36 stellen o.a.: “*The CG Statement of the annual report should at least include the information set out below: description of the composition and operation of the board and its committees including, at least: a list of the members of the board indicating which directors are independent.*”

aan zowel de aanbeveling⁵⁰² als de onafhankelijkheidscriteria in art. 526ter W.Venn. voor de door het bestuur aangewezen onafhankelijke bestuurders. Gewiekste aandeelhouders kunnen in naam van de vennootschap de hoofdelijke aansprakelijkheid van de bestuurders op grond van art. 528 W.Venn. eisen en vergoeding vragen voor schade uit een fout gelopen investering waarbij men van uitging dat de raad van bestuur voor meer dan de helft bestond uit onafhankelijke bestuurders en dit daarna niet bleek te zijn. Het volstaat hier aan te tonen dat de betrokken bestuurders de wettelijke criteria die de raad van bestuur als referentie nam niet vervullen én dat de verklaring in het jaarverslag hierdoor onjuist was én het getrouw karakter van de verslaggevingsplicht van art. 96, 1° W.Venn. daardoor geschonden is.

Om deze reden, “*soft law instruments may later appear to have more teeth than originally expected, e.g. when in liability lawsuits the standard of conduct that is expected from management is analysed on the basis of a soft law statement. Formal endorsement by the board, or for some provisions even by the general meeting, would confer considerable strength to some of these recommendations.*”⁵⁰³ De verdere juridisering heeft dus de monitoringskansen van de aandeelhouders verhoogd en het spreekt voor zich dat de omzetting van Richtlijn 2006/46 deze nog verder zal uitbouwen. De besproken *monitoringsmechanismen* behelzen een *a posteriori* bescherming van de minderheidsaandeelhouders tegen mogelijke belangenconflicten ten gevolge van ‘afhankelijkheid’, terwijl de verslag- en adviesprocedures van art. 523-524 W.Venn. eerder *a priori* beschermingsrol vervullen. Als sluitstuk van het preventieve luik inzake onafhankelijkheidsgaranties zijn deze laatsten daarom ook terecht expliciet wettelijk bindend gereguleerd.⁵⁰⁴

⁵⁰² E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 515; A. GORIS, “Corporate governance in beursgenoteerde ondernemingen en financiële instellingen”, *T.Fin.R.* 2005, 1093-1904

⁵⁰³ E. WYMEERSCH, “Corporate Governance and Financial Stability”, Gent, Financial Law Institute Working Paper, October 2008, nr. 2008-11, 8

⁵⁰⁴ P. ERNST en N. YOUNES, “Groepsinterne belangenconflicten in de Wet Corporate Governance – een eerste commentaar op het nieuwe artikel 524 W. Venn.” in K. BYTTEBIER, A. FRANCOIS en J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 185; De drie aangewezen onafhankelijk bestuurders in art. 524, §2 W.Venn. moeten overigens eveneens voldoen aan de onafhankelijkheidscriteria van art. 526ter W.Venn.: zie hierover: Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel van 14 oktober 2008 inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen, *Parl.St.* Kamer 2008-09, nr. 1471/1, 4; D. BRULOOT, “Auditcomité voortaan verplicht in genoteerde vennootschappen en financiële ondernemingen”, *Dr.banc.fin.* 2009, 51

3.3 Soft law als geleider van kwalitatief en transparant bestuur?

3.3.1 Inleiding

Aaneensluitend op de *hard law*-migratie van de onafhankelijkheidsregels moet gezegd worden dat “*independence is particularly crucial in those areas which involve a potential conflict of interest between managers and shareholders: nomination of the management, manager's pay and audit of the company's performance – itself an indicator of the performance of the manager.*”⁵⁰⁵ Ook aangaande het tweede agency-probleem tussen het bestuur en de aandeelhouders heeft de *corporate governance*-doctrine de laatste decennia een heuse inhaalbeweging gemaakt om het vennootschapsbelang tegen persoonlijke misbruiken van het bestuur en management te beschermen.⁵⁰⁶ In het volgende deel wordt nagegaan in welke mate *soft law* toch nog garanties kan bieden op een voldoende *monitoring* van de *compliance* en in hoeverre het bij *hard law* aanleunt aangaande de benoemingsprocedures (3.3.2), het remuneratiebeleid (3.3.3) en de transparantie omtrent bestuurskwesties (3.3.4).

3.3.2 Vacature: Kwalit. best. (m/v): ervaring, tijd en aand. voor zorg (+)

3.3.2.1 (Zelf)regulering overbodig

Heden ten dage en zeker in de banksector “*worden individuele capaciteiten en collectieve prestaties nauwkeuriger onder de loep genomen*”⁵⁰⁷ De discussie gaat over veel meer en is ook veel indringender dan de vraag hoeveel onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur moeten postvatten of hoeveel posities een individuele persoon mag hebben in verschillende ondernemingen. Men kan zich afvragen of de beste bestuurder diegene zou zijn die het dichtst of net het verst van de business verwijderd is.⁵⁰⁸ Europese en Belgische aanbevelingen stipuleren dat het nodig is dat bestuurders “*over de noodzakelijke*

⁵⁰⁵ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 2, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁵⁰⁶ L. VAN DEN BERGHE, “Internal Governance: The Neglected Pillar of Good Governance” in X. (ed), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 948; P. NOBEL, “Audit Within the Framework of Corporate Governance” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 200; C. KIRCHNER, “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 342

⁵⁰⁷ B. VOET, “Gedumpte bankier voor een habbekrats”, *De Tijd* 10 april 2009, 7

⁵⁰⁸ E. BOTIN, “Missie van banken is klanten bedienen”, *De Tijd* 21 oktober 2008, 17

kennisdiversiteit, oordeelsvermogen en ervaring beschikken om hun taken naar behoren te kunnen uitoefenen”⁵⁰⁹ en dat het voor elke bestuurder aan te raden is om de “nodige tijd en aandacht aan zijn taken te besteden”⁵¹⁰ en “het aantal andere professionele verplichtingen (met name bestuursfuncties in andere ondernemingen) zodanig te beperken dat een behoorlijke uitoefening van zijn taken gewaarborgd is”⁵¹¹ en dat bestuurders “should not consider taking on more than five directorships in listed companies”⁵¹². Er wordt vanuitgegaan dat enkel in dat geval de bestuurder het vennootschapsbelang het beste kan dienen en geen persoonlijke belangen zal nastreven. Ervaring blijkt echter geen garantie op onafhankelijk bestuur te zijn (cfr. FORTIS).⁵¹³ De bestuurders zelf zitten echter op de eerste rij om ondeugdelijk bestuur vast te stellen. Door een sfeer van collectieve onverantwoordelijkheid⁵¹⁴ en pluralistische onwetendheid⁵¹⁵, waarin de verantwoordelijk louter bekeken wordt vanuit het perspectief van een beklede functie, voelt niemand zich geroepen bepaalde bestuurders aan de tand te voelen.⁵¹⁶ Als men niets doet, kan men ook niemand voor de borst stoten. Het zijn echter de aandeelhouders en de andere *stakeholders* die de ultieme *monitoring*taak hebben om de kwaliteit van iedere bestuurder te verifiëren. “*It is the variety of exit options of different groups of actors that actually forces managers to look*

⁵⁰⁹ Artikel 11, lid 1 Aanbeveling 2005/162 bepaalt reeds even vaag: “*The board's composition should ensure that decisions are made in the corporate interest. It should be determined on the basis of gender diversity and diversity in general, as well as complementary skills, experience and knowledge.*”; zo ook Richtlijn 1 van Bepaling 2.1 BCCG 12 maart 2009, 13: “*The board should be small enough for efficient decision-making. It should be large enough for its members to contribute experience and knowledge from different fields and for changes to the board's composition to be managed without undue disruption.*”

⁵¹⁰ Artikel 12, lid 1 Aanbeveling 2005/162

⁵¹¹ Artikel 12, lid 1 Aanbeveling 2005/162

⁵¹² Bepaling 4.5 BCCG 12 maart 2009, 16; Zie voor andere Lidstaten: Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 10, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁵¹³ De bestuurders van Fortis werd verweten te zeer de dictatoriale lijn van Maurice Lippens te volgen in het instemmen met de deal met ABN AMRO. Zie in dit verband: S. MICHIELSEN, “Ze stonden erbij en keken ernaar”, *De Tijd* 7 oktober 2008, 6. Sommigen gaan zelfs nog verder en stellen dat: “*Fortis heeft zichzelf de das omgedaan. Laten we dat toch niet uit het oog verliezen. Als ik zie hoeveel incompetentie en arrogantie en hoogmoed daar aan één bestuurstaafel zat ... Onwaarschijnlijk. Als het goed gaat, dan gaat het de idioten ook voor de wind, natuurlijk. Als de winsten stijgen, stijgen zij mee in de organisatie. En dan gaan ze meestal nog geloven dat het door hun uitzonderlijke kwaliteiten is, en door hun intelligentie, dat de zaken zo goed gaan. Daar zijn het idioten voor.*” Zie in dit verband: W. VAN DRIESSCHE, “Topeconoom Willem Bouter kijkt met pessimisme en cynisme naar de G20-top en de wereldcrisis: 'De crisis is nog maar net begonnen, zelfs de bankencrisis'”, *De Tijd* 4 april 2009, W1-3

⁵¹⁴ W. VAN DRIESSCHE, “Moeten topbankiers hangen voor de financiële crisis?”, *De Tijd* 18 oktober 2008, W3

⁵¹⁵ H. VAN DEN BROECK, “Waarom de financiële crisis onvermijdelijk was”, *De Tijd* 13 december 2008, 20

⁵¹⁶ W. DUBBINK en L. VAN LIEDEKERKE, “Crisis vraagt nieuwe bedrijfsorganisatie”, *De Tijd* 10 oktober 2008, 16

*to shareholder value as a guiding principle*⁵¹⁷. Aandeelhouders bezitten de rechtstreekse macht om de bestuurder *ad nutum* en preventief te ontslaan of een *a posteriori* aansprakelijkheidsclaim aan de gehele raad van bestuur te richten.⁵¹⁸ Hoewel deskundigheid en passende ervaring uitdrukkelijk vermeld zijn als wettelijk bindende voorwaarden voor het verkrijgen van een vergunning als kredietinstelling,⁵¹⁹ lijkt een dwingende regelgeving hieromtrent voor normale beursgenoteerde ondernemingen ongeschikt en zouden enkel marktprincipes mogen spelen aangaande inhoudelijke kwaliteitseisen van individuele bestuurders. Deze aanwervingscriteria zijn eigenlijk zó *self-evident* dat zelfs niet-bindende aanbevelingen al een stap te ver gaan daar ze ten koste van de rechtszekerheid dreigen betrokken te worden in de rechterlijke beoordeling van de zorgvuldigheidsnorm inzake bestuurdersaansprakelijkheden. “*Mensen denken altijd dat het om regels gaat, maar eigenlijk is het een ingesteldheid die ervoor zorgt dat iedereen in dezelfde richting werkt.*”⁵²⁰ Men kan van een bestuurder van een bank toch wel verwachten dat hij de risico’s van ‘herverpakte’ verzekeringsproducten voldoende kent, alvorens ze aan te kopen, toch?⁵²¹

3.3.2.2 Benoemingscomité: noodzakelijke aanbeveling

Waar zelfregulering wel behulpzaam kan zijn, is in het opzetten van de juiste benoemingsprocedures en het creëren van onafhankelijke benoemingscomités die de raad van bestuur erin kunnen bijstaan de juist gescreende kandidaten aan de algemene vergadering ter benoeming voor te dragen.⁵²² Art. 522, §1, lid 3 W.Venn. voorziet reeds in de facultatieve mogelijkheid tot het opzetten van gespecialiseerde comités binnenin de raad van bestuur.⁵²³ Naast het aanvullend recht laat ook Aanbeveling 2005/162 het over aan de beursgenoteerde ondernemingen zelf om al dan niet benoemingscomités op te richten en vrij hun

⁵¹⁷ C. KIRCHNER, “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 345

⁵¹⁸ K. BYTTEBIER, P. PIU en S. ROELAND, *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 194

⁵¹⁹ Art. 18, tweede lid Wet 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen, BS 19 april 1993 stelt: “*De personen die deelnemen aan het bestuur of het beleid van een kredietinstelling, zonder deel te nemen aan de effectieve leiding, moeten over de voor de uitoefening van hun taak vereiste deskundigheid en passende ervaring beschikken.*” De route van bindende wetgeving lijkt gezien de Fortis-saga eveneens ontoereikend om kwalitatief bestuur in banken te garanderen. Let wel: het betreft enkel vergunningsvoorwaarden a priori, slechts niet-bindende gedragsregels waken over de kwaliteit van het bestuur door bankiers nadat de vergunning reeds verkregen werd *a posteriori*.

⁵²⁰ W. DE BROECK, “Voorvechter van deugdelijk bestuur Karel Boone benadrukt verantwoordelijkheid van aandeelhouders”, *De Tijd* 15 november 2008, W6

⁵²¹ J. DE SCHAMPELAERE, “De rotsen in de branding”, *De Tijd* 10 oktober 2008, 4

⁵²² Art. 518, §2 W.Venn.; Bepaling 4.2 BCCG 12 maart 2009, 16

⁵²³ H. LAGA, “Europese initiatieven inzake corporate governance”, *TRV* 2006, 664

taakomschrijving in te vullen.⁵²⁴ Met betrekking tot de samenstelling van het benoemingscomité is er tot op heden geen legislatief initiatief gelijkaardig aan de wettelijke verplichting van art. 526bis W.Venn. van het opnemen van tenminste één onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurder in het auditcomité. Op Europees *soft law*-niveau, pleit men voor een overwicht van onafhankelijken in het benoemingscomité,⁵²⁵ idem in de BCCG.⁵²⁶ De BCCG werkte ook een specifieke taakomschrijving uit in die zin dat een profiel van elke kandidaat-bestuurder dient opgemaakt te worden⁵²⁷ en samen met een begeleidend verslag van de raad van bestuur aan de algemene vergadering ter consideratie moet worden overgemaakt.⁵²⁸ Bovendien, “*the nomination committee should consider proposals made by relevant parties, including management and shareholders.*”⁵²⁹

Aangezien op nationaal niveau – in tegestelling tot de rest van Europa⁵³⁰ - de *compliance* inzake het installeren van benoemingscomités in de lift lijkt te zitten,⁵³¹ is het af te raden de benoemingscomités, net zoals de auditcomités, wettelijk en dus bindend te vergrendelen. Aangaande de *compliance* met de onafhankelijkheidsgaranties van zetelende bestuurders in het benoemingscomité scoren de Belgische beursgenoteerde ondernemingen minder goed,⁵³² wat de wetgever ertoe zou kunnen aanzetten om beursgenoteerde ondernemingen, ingeval ze kiezen voor de installatie van een benoemingscomité, op bindende wijze te verplichten

⁵²⁴ Artikel 7, lid 1 Aanbeveling 2005/162

⁵²⁵ Considerans 11 en Artikel 5 en Bepaling 2.1, lid 2 van Bijlage I Aanbeveling 2005/162

⁵²⁶ Bepaling 5.3/1 van Appendix D BCCG 12 maart 2009, 34

⁵²⁷ Bepaling 4.3 BCCG 12 maart 2009, 16 stelt: “*For any new appointment to the board, the skills, knowledge and experience already present and those needed on the board should be evaluated and, in the light of that evaluation, a description of the role and skills, experience and knowledge needed should be prepared (also referred to as a 'profile').*”

⁵²⁸ Bepaling 4.6 BCCG 12 maart 2009, 16 stelt: “*Any proposal for the appointment of a director by the general shareholders' meeting should be accompanied by a recommendation from the board, based on the advice of the nomination committee. This provision also applies to proposals for appointment originating from shareholders. The proposal should specify the proposed term of the mandate, which should not exceed four years. It should be accompanied by relevant information on the candidate's professional qualifications together with a list of the positions the candidate already holds. The board will indicate which candidates satisfy the independence criteria set out in Appendix A. Without prejudice to applicable legal provisions, proposals for appointment should be communicated at least 24 days before the general shareholders' meeting, together with the other points on the agenda of the general shareholders' meeting.*”; zie ook: Bepaling 2.2, lid 1 van Bijlage I bij Aanbeveling 2005/162

⁵²⁹ Bepaling 5.3/5 van Appendix D bij BCCG 12 maart 2009, 34

⁵³⁰ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 8, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁵³¹ C. VAN DER ELST, “The Belgian struggle for corporate governance improvements”, ECGI Law Working Paper, September 2008, nr. 114/2008, 29, <http://ssrn.com/abstract=1261448>: Alle beursgenoteerde ondernemingen hebben een benoemingscomité.

⁵³² C. VAN DER ELST, “The Belgian struggle for corporate governance improvements”, ECGI Law Working Paper, September 2008, nr. 114/2008, 29, <http://ssrn.com/abstract=1261448>

tenminste één onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurder in de zin van art. 526ter W.Venn. te benoemen in analogie met wat reeds geldt voor auditcomités.

3.3.3 Het remuneratiebeleid: de zondebok?

3.3.3.1 Krijgen bestuurders hun verdiende loon?

A) Europese Aanbeveling: een maat voor niks?

Het verloningsdebat bevindt zich op de snede van *corporate governance* en *private benefit extraction*, daar net hier bestuurders op zeer rechtstreekse wijze hun eigen agenda en hun eigen belangen kunnen behartigen.⁵³³ Het *pay for performance*-debat⁵³⁴ woedt echter reeds langer in Europese kringen om een uniform systeem te creëren dat een evenwicht vindt tussen het vermijden van misbruik en geven aan bestuurders van voldoende "*incentives to raise return on investment*"⁵³⁵. "*Dat een manager een bonus krijgt wanneer hij het goed doet, en beloond wordt met een opstappremie van enkele miljoenen euro's wanneer hij het slecht doet, is geen manier van werken.*"⁵³⁶ In navolging van de korte termijnstrategie van het EAP⁵³⁷ nam de COMMISSIE **Aanbeveling 2004/913**⁵³⁸ **aan dat focuste op de transparantie** van het remuneratiebeleid⁵³⁹ aangezien dit "*een van de belangrijkste terreinen [vormt] waarop de leden van het dagelijks bestuur te maken kunnen krijgen met belangenconflicten en waarop rekening moet worden gehouden met de belangen van de aandeelhouders.*"⁵⁴⁰ Items zoals het remuneratiebeleid en de specifieke opzeg- en vergoedingsvoorwaarden met bestuurders moeten, aldus de Aanbeveling, in een 'verloningsverklaring' bij het CG Statement opgenomen worden.⁵⁴¹ Daarnaast wordt geogd de aandeelhoudersdialoog te versterken door aan te raden aandeelhouders jaarlijks met raadgevende of beslissende stem te laten

⁵³³ L. VAN DEN BERGHE, "Bonussendeбат escaleert", *De Tijd* 26 maart 2009, 16

⁵³⁴ I. DE WITTE, "België geeft niet voldoende macht aan aandeelhouders", *De Tijd* 20 februari 2009, 19

⁵³⁵ C. KIRCHNER, "Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct" in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 342; Zie ook H. LAGA en F. PARREIN, "Corporate Governance in a European perspective" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 10;

C. DE GROOT, "Executive Directors' Remuneration", *European Company Law* 2006, 62

⁵³⁶ B. HAECK, "Commentaar: Parachutespringen", *De Tijd* 8 november 2008, 2

⁵³⁷ EAP, 19

⁵³⁸ Aanbev.Comm. nr. 2004/913, 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (Voor de EER relevante tekst), *Pb.L.* 29 december 2004, afl. 385, 55-59 (hierna Aanbeveling 2004/913)

⁵³⁹ Artikel 3.1 Aanbeveling 2004/913

⁵⁴⁰ Considerans 2 Aanbeveling 2004/913

⁵⁴¹ Considerans 6 en Artikel 3.4 Aanbeveling 2004/913

meebeslissen over het remuneratiebeleid *as such*⁵⁴² of hen alleszins te laten oordelen over het gebruik van aandeelgerelateerde beloningsvormen zoals opties.⁵⁴³ Bij dergelijke vormen van remuneratie die de uitgifte van nieuwe aandelen tot gevolg zullen hebben, zal een aandeelhouderstemming sowieso aan de orde zijn.⁵⁴⁴ Vijf jaar later moet echter vastgesteld worden dat de Aanbeveling althans wat de banksector betreft geen beste beurt heeft gemaakt. De banken hebben recent nochtans vele inspanningen gedaan in het reduceren van de topvergoedingen en het stagneren van loonsverhogingen tot maximaal de indexeringsvereiste. Men mag echter het verloningsprobleem in de banksector⁵⁴⁵ niet doortrekken naar de andere economische markten, waar recente jaarcijfers aantonen dat het *pay for performance*-principe beter nageleefd wordt en managers beduidend minder verdienen dan vorige jaren⁵⁴⁶ Niet onlogisch ging de discussie in België dan ook gedeeltelijk liggen.⁵⁴⁷ De COMMISSIE lijkt dit onderscheid kracht bij te zetten in de **twee nieuwe Aanbevelingen van 29 april 2009** aangaande de verloning van bestuurders *sensu lato* respectievelijk financiële directeurs *sensu stricto*. Luidens het credo dat “*bestuurders moeten beloond worden voor prestaties, niet voor falen*”⁵⁴⁸, zouden Lid-Staten het best ontslagvergoedingen in de toekomst laten beperken tot twee jaar vast loon en zelfs bij kennelijk wanbeleid helemaal verbieden. Bovendien zou het variabel loon afhankelijk gesteld moeten worden aan vooraf bepaalde prestatiecriteria, waarbij het gedeelte dat vergoed wordt d.m.v. aandelenopties ten minste drie jaar niet zou mogen worden verwezenlijkt en bij wanbeleid teruggevorderd zou moeten worden. Naast niet-uitvoerende bestuurders te verbieden aandelenopties te verkrijgen, worden betere structurele aanbevelingen gemaakt inzake de samenstelling van het remuneratiecomité en de plicht van de leden van het remuneratiecomité om aanwezig te zijn op de jaarlijkse algemene

⁵⁴² Considerans 8 en Artikel 4.2 Aanbeveling 2004/913

⁵⁴³ Considerans 10 en Artikel 6.1 Aanbeveling 2004/913

⁵⁴⁴ G. FERRARINI en N. MOLONEY, “Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives”, *ECFR* 2004, 330

⁵⁴⁵ Op het laatste moment echter en als we de pers mogen geloven, dreigt de Belgische wetgever zich toch van gedacht te veranderen daar men inziet dat een overheidsoptreden niet meer nodig is, gezien de vele inspanningen die de banken reeds gedaan hebben in het reduceren van de topvergoedingen en het stagneren van loonsverhogingen tot maximaal de indexeringsvereiste. Zie hierover: B. BROENS en W. VAN DE VELDEN, “Rem op lonen bij Dexia en Fortis Bank”, *De Tijd* 24 maart 2009, 1

⁵⁴⁶ S. MICHELESEN, “Economische crisis knabbelt aan variabele vergoeding: Topmanagers leveren 16 procent in”, *De Tijd* 9 april 2009, 7

⁵⁴⁷ W. VAN DE VELDEN, “Wetstraat ligt nauwelijks wakker van topbonussen”, *De Tijd* 24 maart 2009, 4; J. VANEMPTEN, “Een gouden handdruk met bonus”, *De Tijd* 28 maart 2009, W2

⁵⁴⁸ Commissie van de Europese Gemeenschappen, Beloning van bestuurders: De Commissie presenteert aanvullende richtsnoeren voor de structuur en vaststelling van bestuurdersbeloningen, 29 april 2009, nr. IP/09/673, 1,

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/673&format=HTML&aged=0&language=NL&guiLanguage=en>

vergadering opdat ze de aandeelhouders bijkomende informatie zouden kunnen verschaffen aangaande het remuneratiebeleid.⁵⁴⁹

B) Migreert België haar aanbevelingen in hard law?

Uit art. 518 W.Venn. en art. 522 W.Venn. volgt dat aandeelhouders over het totaal remuneratiebudget van de raad van bestuur respectievelijk dat van het orgaan van dagelijks bestuur beslissen, maar dat het aan de raad van bestuur wordt overgelaten dit budget onder de individuele bestuurders te verdelen.⁵⁵⁰ Luidens de BCCG en conform Aanbeveling 2004/913 kunnen beursgenoteerde ondernemingen bij het bepalen van het remuneratiebeleid gebruik maken van een beloningscomité⁵⁵¹ die de expliciete opdracht meekrijgen het remuneratiebeleid in een remuneratierapport op te stellen en te communiceren aan de aandeelhouders⁵⁵² zowel wat betreft de vaste verloning van niet-uitvoerende bestuurders⁵⁵³ als de additionele, variabele verloningsmechanismen voor uitvoerende bestuurders.⁵⁵⁴ In tegenstelling tot Nederland, wordt het in België niet expliciet aangeraden noch bindend bevolen het remuneratiebeleid ter goedkeuring aan de aandeelhouders voor te leggen.⁵⁵⁵ De aandeelhouders dienen echter best wel geraadpleegd indien aandelen gebruikt worden als vergoedingsinstrumenten.⁵⁵⁶ Nieuw echter is het feit dat de BCCG een beperkingsaanbeveling inzake de ontslagvergoedingen van uitvoerende bestuurders toevoegt tot maximaal 12 maanden loon dat na advies van het beloningscomité kan worden vermeerderd tot 18 maanden.⁵⁵⁷

In de **schreeuw naar meer *hard law*** ter beperking van de vergoedingen van bestuurders⁵⁵⁸ en CEO's en de bevestiging daarvan in een door Raad van State bekritiseerd⁵⁵⁹ voorontwerp van

⁵⁴⁹ Commissie van de Europese Gemeenschappen, Beloning van bestuurders: De Commissie presenteert aanvullende richtsnoeren voor de structuur en vaststelling van bestuurdersbeloningen, 29 april 2009, nr. IP/09/673, 1, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/673&format=HTML&aged=0&language=NL&guiLanguage=en>

⁵⁵⁰ R. NIEUWDORP en W. VANDE VELDE, "Report from Belgium", *European Company Law* 2006, 103; J.-M. NELISSEN GRADE, *Vennootschapsrecht: Capita selecta*, onuitg., 2008-2009, 13 en 49

⁵⁵¹ Bepaling 7, lid 2 en Bepaling 5.4/4 van Appendix E bij BCCG 12 maart 2009, 21 en 35

⁵⁵² Bepaling 7, lid 2 van de BCCG 12 maart 2009, 21

⁵⁵³ Bepaling 7, lid 3 van de BCCG 12 maart 2009, 21

⁵⁵⁴ Bepaling 7, lid 4 en Bepaling 7, lid 11 BCCG 12 maart 2009, 21-22

⁵⁵⁵ I. DE WITTE, "België geeft niet voldoende macht aan aandeelhouders", *De Tijd* 20 februari 2009, 19

⁵⁵⁶ Bepaling 7, lid 13 BCCG 12 maart 2009, 22

⁵⁵⁷ X., "Code-Lippens beperkt opzeg toplui tot twaalf maanden", *De Tijd* 22 januari 2009, 9; Richtlijn 1 bij Bepaling 7, lid 18 BCCG 12 maart 2009, 23

⁵⁵⁸ S. MICHIELSEN, "Politici stellen vertrekpremie van Herman Verwilt ter discussie", *De Tijd* 1 oktober 2008, 2: Oud-premier Letermé, in zijn hoedanigheid van hoeder van het belastinggeld, maande de Raad van

wet dat de regering recent voorbereidt⁵⁶⁰, wordt het maar al te duidelijk dat elke crisis zijn zondebok vraagt.⁵⁶¹ Nochtans is het zeer gevaarlijk “om het corgo-debat te verengen tot een aantal populaire onderwerpen zoals de topbenoemingen en lonen”.⁵⁶² Doordat de belastingbetaler de laatste maanden verscheidende kapitaalinjecties en leningwaarborgen in de bancaire reddingsoperaties heeft gefinancierd, wordt de roep om niet alleen riante opzegvergoedingen à la Jean-Paul VOTRON (1,3 miljoen €),⁵⁶³ Gilbert MITTLER (4 miljoen €),⁵⁶⁴ Herman VERWILST (5 miljoen €, maar door de kritiek van Premier Leterme gereduceerd tot 800,000 €),⁵⁶⁵ Thierry MORIN (3,26 miljoen €),⁵⁶⁶ Axel MILLER (3,7 miljoen maar na ervan afstand genomen te hebben, slechts 825,000 €)⁵⁶⁷ en in vroegere tijden Jan COENE bij Picanol⁵⁶⁸, maar ook bonussen, variabele verloning en eindejaarsbonussen⁵⁶⁹ te beperken in omvang en de transparantie errond te verhogen niet alleen in België, maar ook in de VS⁵⁷⁰ en Nederland⁵⁷¹ steeds groter.⁵⁷² Immers, “het is ethisch niet meer te verantwoorden dat iemand opstapt met een premie van 100 miljoen dollar op het moment dat

Bestuur van Fortis aan om de ontslagpremie van Herman Verwilst niet uit te betalen; E. CLEEREN, M. SEPHIHA en W. VAN DE VELDEN, “Leterme hekelt vergoeding Mittler”, *De Tijd* 23 oktober 2008, 3: Leterme deed hetzelfde bij de ontslagvergoeding van Mittler: “Op een ogenblik dat de samenleving via de federale regering en de gewestregeringen grote inspanningen doet om de banken en verzekeraars te redden van de ondergang is het ronduit stuitend, schandalig en onaanvaardbaar dat toplui van financiële instellingen elk ethisch besef lijken te hebben verloren.”; P. BLOMME, “Regering zet het mes in opzegvergoeding managers”, *De Tijd* 8 november 2008, 1 en 11

⁵⁵⁹ L. BOVE, “Raad van State omschrijft beperking gouden parachutes als discriminatie”, *De Tijd* 4 februari 2009, 7; C. BAYART, “Regeling gouden parachutes is maar lapmiddel”, *De Tijd* 22 november 2008, 13

⁵⁶⁰ P. BLOMME, “Aandeelhouders mogen beslissen over salaris CEO”, *De Tijd* 8 november 2008, 11; L. BOVE, “Belgische aandeelhouder krijgt meer macht”, *De Tijd* 6 december 2008, 13; X., “De Clerck heeft nieuw voorontwerp voor gouden handdruk klaar”, *De Tijd* 23 april 2009, 3

⁵⁶¹ C. BAYART, “Regeling gouden parachutes is maar lapmiddel”, *De Tijd* 22 november 2008, 13

⁵⁶² L. VAN DEN BERGHE, “Publiek debat over deugdelijke bestuur mag dieper gaan”, *De Tijd* 17 januari 2009, 18

⁵⁶³ W. VAN DE VELDEN, “Wetstraat ligt nauwelijks wakker van topbonussen”, *De Tijd* 24 maart 2009, 4; J. LANNOO, “Votron en Lippens vangen samen 7,4 miljoen”, *De Tijd* 1 april 2009, 2

⁵⁶⁴ E. CLEEREN, M. SEPHIHA en W. VAN DE VELDEN, “Leterme hekelt vergoeding Mittler”, *De Tijd* 23 oktober 2008, 3

⁵⁶⁵ S. MICHELSSEN, “Politici stellen vertrekpremie van Herman Verwilst ter discussie”, *De Tijd* 1 oktober 2008, 2

⁵⁶⁶ L. DIERCKX, “Franse staat tegen oprotpremie topman Valéo”, *De Tijd* 25 maart 2009, 3

⁵⁶⁷ B. BROENS, “Hoger salaris voor Dexia-topman”, *De Tijd* 21 april 2009, 2

⁵⁶⁸ R. NIEUWDORP en W. VANDE VELDE, “Report from Belgium”, *European Company Law* 2006, 103

⁵⁶⁹ M. SEPHIHA, “Geen bonussen voor bankiers”, *De Tijd* 18 november 2008, 2

⁵⁷⁰ K. VAN HAMME, “Huis koelt bonuswoede op AIG-topman”, *De Tijd* 19 maart 2009, 11; L. DIERCKX, “Senaat VS temporiseert bonusbelasting”, *De Tijd* 25 maart 2009, 3; J. VANEMPTEN, “De bonusjager van Wall Street”, *De Tijd* 28 maart 2009, W9

⁵⁷¹ J. LANNOO, “ING poogt kritiek te stoppen via derven van bonus”, *De Tijd* 24 maart 2009, 5

⁵⁷² Voor de roep binnen de vakbonden van de werknemers in de banksector, zie: J. LANNOO, “Vakbonden vallen bonussen aan”, *De Tijd* 25 maart 2009, 3. Een pittig detail: Maurice Lippens kreeg bij zijn vertrek bij Fortis Holding geen enkele vertrekpremie, wel een basisvergoeding van 525.000 €: zie J. LANNOO, “Votron en Lippens vangen samen 7,4 miljoen”, *De Tijd* 1 april 2009, 2; B. BROENS, “Toplui kosten Fortis bijna 20 miljoen euro”, *De Tijd* 10 april 2009, 1

zijn bank in moeilijkheden verkeert.”⁵⁷³ Zelfs liberale partijen vragen voor de afschaffing van ontslagvergoedingen bij het niet halen van de beleidscriteria die de bestuurders voor zichzelf hebben opgesteld.⁵⁷⁴

In deze woelige discussie is de Belgische regering sinds november 2008 voornemens enkele **soft law-aanbevelingen te migreren in hard law-restricties**.⁵⁷⁵ Zo zouden de aandeelhouders het individuele salaris van de CEO en het jaarlijks te herziene remuneratiebeleid in het ‘remuneratieverslag’⁵⁷⁶ moeten kunnen beoordelen tijdens de algemene vergadering,⁵⁷⁷ een maatregel die niet iedereen kan bekoren aangezien de raad van bestuur hierdoor onmondig zou worden in het *monitoren* van ‘afvallige’ bestuurders.⁵⁷⁸ Ook de opzegvergoedingen zouden aan banden gelegd worden met een maximum van 12 maanden vast loon, tenzij men reeds langer actief is. Dan krijgt men een vergoeding van 3 maanden vast loon per vijf jaren anciënniteit met een plafond van 18 maanden vast loon.⁵⁷⁹ Het voorontwerp van wet werd echter op de lange baan geschoven daar het nogal wat lacunes bevatte en omzeilingstechnieken⁵⁸⁰ toeliet. Bovendien haalde de Raad van State de regeling onderuit omwille van de talloze discriminaties met andere ontslagregelingen voor bedienden.⁵⁸¹ Op 23 april 2009 besliste Minister DE CLERCK echter om het voorontwerp nieuw leven in te blazen.⁵⁸² Ook enkele PS-volksvertegenwoordigers hebben op 11 februari 2009 een wetsvoorstel gelanceerd om een nieuw art. 530/1 W.Venn. te introduceren dat de

⁵⁷³J. LANNOO en I. RENSON, “KBC-topman André Bergen over de metamorfose van de banksector na de financiële crisis: ‘We gaan weer naar meer traditioneel bankieren’”, *De Tijd* 18 oktober 2008, 10

⁵⁷⁴ W. VAN DE VELDEN, “Wetstraat houdt hoogmis tegen recessie”, *De Tijd* 4 november 2008, 3

⁵⁷⁵ Eerste Minister Yves Leterme, Verklaring van de regering over haar algemeen beleid, 14 oktober 2008, 2, <http://www.yvesleterme.be/sites/leterme/files/Beleidsverklaring.pdf>; W. VAN DE VELDEN, “Beleidsverklaring: ‘Wij moeten zekerheid geven’”, *De Tijd* 15 oktober 2008, 2; P. BLOMME, “Regering zet het mes in opzegvergoeding managers”, *De Tijd* 8 november 2008, 1

⁵⁷⁶ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 11

⁵⁷⁷ Kanselarij van de Eerste Minister, Persbericht van de ministerraad van 7 november 2008, 7 november 2008, 1; P. BLOMME, “Aandeelhouders mogen beslissen over salaris CEO”, *De Tijd* 8 november 2008, 11

⁵⁷⁸ W. DE BROECK, “Voorvechter van deugdelijk bestuur Karel Boone benadrukt verantwoordelijkheid van aandeelhouders”, *De Tijd* 15 november 2008, W6

⁵⁷⁹ Kanselarij van de Eerste Minister, Persbericht van de ministerraad van 7 november 2008, 7 november 2008, 1; P. BLOMME, “Regering zet het mes in opzegvergoeding managers”, *De Tijd* 8 november 2008, 1; L. BOVE, “Belgische aandeelhouder krijgt meer macht”, *De Tijd* 6 december 2008, 13

⁵⁸⁰ J. MONSEREZ en N. VERMANDEL, “Wet gouden parachutes dreigt te pletter te storten”, *De Tijd* 10 december 2008, 17; B. HAECK, “Commentaar: Parachutespringen”, *De Tijd* 8 november 2008, 2

⁵⁸¹ Zo zouden discriminaties worden vastgesteld tussen deze regeling voor beursgenoteerde ondernemingen en andere ondernemingen, tussen uitvoerende bestuurders die als bediende zijn tewerkgesteld en normale bedienden, en tussen bestuurders die zelf ontslag nemen en zij die ontslagen worden: Zie hierover: L. BOVE, “Raad van State omschrijft beperking gouden parachutes als discriminatie”, *De Tijd* 4 februari 2009, 7; C. BAYART, “Regeling gouden parachutes is maar lapmiddel”, *De Tijd* 22 november 2008, 13; J. LANNOO, “Votron en Lippens vangen samen 7,4 miljoen”, *De Tijd* 1 april 2009, 2

⁵⁸² X., “De Clerck heeft nieuw voorontwerp voor gouden handdruk klaar”, *De Tijd* 23 april 2009, 3

Koning de bevoegdheid zou moeten geven de variabele verloning te regelen. Voorst beperkt het de variabele verloning van bestuurders tot maximaal 30% van de som van de vaste vergoeding die de bestuurder ontvangt en verplicht het dit variabel bedrag⁵⁸³ en het vast gedeelte⁵⁸⁴ aan de aandeelhouders ter goedkeuring voor te leggen.

Ook inzake het zowel Europees⁵⁸⁵ als nationaal aanbevolen op te richten beloningscomité zijn de laatste maanden meer en meer stemmen opgegaan om deze regeling te juridiseren.⁵⁸⁶ In navolging van de Bepaling 5.4/1 van Appendix E BCCG⁵⁸⁷, voorzag het voorontwerp van wet in een verplichting tot installatie van een onafhankelijk remuneratieorgaan⁵⁸⁸ waarbij de meerderheid van de leden onafhankelijk diende te zijn.

3.3.3.2 Vorm, *compliance* en *monitoring*

Naast de financiële crisis die België in de publieke opinie dwingt om maatregelen te nemen, kan gesuggereerd worden dat de lage *compliance* inzake het bekendmaken van het individueel beloningspakket voor uitvoerende bestuurders (slechts 60%)⁵⁸⁹ en het louter adviserend karakter van het medebeslissingsrecht van de aandeelhouders aangaande het algemeen remuneratiebeleid er voor iets tussenzitten dat men nu overweegt het remuneratiethema te juridiseren.⁵⁹⁰ Sommige cijfers tonen aan dat Belgische beursgenoteerde ondernemingen (voornamelijk die in de BEL-20-index) uiterst goed (quasi 100% anno 2006) scoren in het naleven van de aanbevelingen om beloningscomités op te stellen.⁵⁹¹ Andere studies tonen dan

⁵⁸³ Art. 6 Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/001, 17

⁵⁸⁴ Art. 8 Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/001, 18

⁵⁸⁵ Bepaling 5 Aanbeveling 2005/162

⁵⁸⁶ P. BLOMME, "Aandeelhouders mogen beslissen over salaris CEO", *De Tijd* 8 november 2008, 11

⁵⁸⁷ Bepaling 5.4/1 van Appendix E bij BCCG 12 maart 2009, 35 stelt: "The board should set up a remuneration committee composed exclusively of non-executive directors. At least a majority of its members should be independent. The chairman or another non-executive director should chair the committee"; Bepaling 5.4/2 van Appendix E bij BCCG 12 maart 2009, 35 stelt: "The remuneration committee should make proposals to the board on the remuneration policy for non-executive directors and executive managers, as well as, where appropriate, on the resulting proposals to be submitted by the board to the shareholders."

⁵⁸⁸ Kanselarij van de Eerste Minister, Persbericht van de ministerraad van 7 november 2008, 7 november 2008, 1

⁵⁸⁹ C. VAN DER ELST, "The Belgian struggle for corporate governance improvements", ECGI Law Working Paper, September 2008, nr. 114/2008, 30, <http://ssrn.com/abstract=1261448>

⁵⁹⁰ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration, 13 juli 2007, nr. SEC(2007) 1022, 3-4, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec20071022_en.pdf

⁵⁹¹ C. VAN DER ELST, "The Belgian struggle for corporate governance improvements", ECGI Law Working Paper, September 2008, nr. 114/2008, 29, <http://ssrn.com/abstract=1261448>; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU

weer aan dat het slechts om een *boxticking-compliance* gaat waarbij 46% in realiteit de voeten veegt aan de onafhankelijke samenstelling en de transparante, interne werking van het remuneratiecomité.⁵⁹² Het strengere legislatief optreden valt ook te verklaren doordat de opzegpremies die heden ten dage uitgekeerd worden aan bedrijfsleiders hun doel voorbij gaan in het verzekeren van de bestuurder van een overbruggingsloon tijdens zijn zoektocht naar een nieuwe betrekking.⁵⁹³ Mede dankzij een manklopende *monitoring* van de CBFA en de raden van bestuur,⁵⁹⁴ luistert de overheid daarom meer en meer naar een **derde, meer efficiënte monitor: de bevolking**. Immers, “*de overheid heeft het recht een en ander scherp te stellen.*”⁵⁹⁵

De overheid is echter ook niet blind voor de beperkingen die andere Lid-Staten reeds hebben vastgelegd⁵⁹⁶ en de supranationale maatregelen die de COMMISSIE zinnens is voor te bereiden in de auspiciën van art. 8.1 Aanbeveling 2004/913 dat uitdrukkelijk voorziet in een mogelijk ingrijpen van de COMMISSIE na de evaluatie van de omzettingsinitiatieven door de Lid-Staten om “*te bepalen of verdere maatregelen noodzakelijk zijn*”⁵⁹⁷ indien de *compliance* met deze Aanbeveling te wensen overlaat.⁵⁹⁸ In dit verband heeft de COMMISSIE in de twee Aanbevelingen gelanceerd op 29 april 2009 om bonussen en toplonen aan banden te leggen, ontslagvergoedingen tot maximaal twee jaar vast loon te beperken en variabele verloning zoals aandelenopties drastisch te reguleren.⁵⁹⁹ Wat het formeel debat aangaat, volgt het daarin slechts gedeeltelijk de mening van het EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM (hierna: ECGF) dat opmerkt dat “*disclosure of the remuneration policy of listed*

of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 14,

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁵⁹² J. VAN GYSEGEM en W. DEVOS, “De samenstelling en werking van het remuneratiecomité na de Code Lippens”, *Oriëntatie*, 2006, 183-197; C. VAN DER ELST, “The Belgian struggle for corporate governance improvements”, ECGI Law Working Paper, September 2008, nr. 114/2008, 31,

<http://ssrn.com/abstract=1261448>

⁵⁹³ L. BOVE, “Belgische aandeelhouder krijgt meer macht”, *De Tijd* 6 december 2008, 13

⁵⁹⁴ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors’ remuneration, 13 juli 2007, nr. SEC(2007) 1022, 3-4, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec20071022_en.pdf

⁵⁹⁵ J. LANNOO en I. RENSON, “KBC-topman André Bergen over de metamorfose van de banksector na de financiële crisis: ‘We gaan weer naar meer traditioneel bankieren’”, *De Tijd* 18 oktober 2008, 10

⁵⁹⁶ L. BOVE, “Belgische aandeelhouder krijgt meer macht”, *De Tijd* 6 december 2008, 13; Voor de Franse ervaring met opzegvergoedingen en bonussen, zie: L. DIERCKX, “Franse regering dreigt met wettelijke regeling bonussen”, *De Tijd* 24 maart 2008, 4; Frankrijk verbiedt bonussen bij bedrijven die staatshulp hebben ontvangen.

⁵⁹⁷ Considerans 11 en Artikel 8.1 Aanbeveling 2004/913

⁵⁹⁸ European Corporate Governance Forum, Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 maart 2009, 1

⁵⁹⁹ X., “Nieuwe impuls voor oude gedragscode”, *De Tijd* 24 maart 2009, 5; K. VERSTRAETE en D. DE WILDE, “Financiële top krijgt economisch luik”, *De Tijd* 8 november 2008, 15

companies and of the individual remuneration of directors (executive and non-executive) and any material change to it should be mandatory for all listed companies in the EU".⁶⁰⁰ "The Forum recommends that such **disclosure requirements be included in an EU Directive**".⁶⁰¹ Aangezien "het gevaar bestaat dat nu wetten worden gestemd die niets met de grond van de zaak te maken hebben"⁶⁰², neemt het ECGF echter een meer gematigde stelling in voor het medebeslissingsrecht van de aandeelhouders inzake het remuneratiebeleid en de aandeelgerelateerde vergoedingen en inzake de onafhankelijkheid van niet-uitvoerende bestuurders die het individuele loon van de uitvoerende bestuurders dienen vast te leggen. Hierbij mag men echter niet uit het oog verliezen dat aandeelhouders betreffende het medebeslissingsrecht op verschillende wijze beschermd dienen te worden naargelang ze deel uitmaken van een vennootschap met een diffuse of geconcentreerde aandeelhoudersstructuur. Deze laatste groep zal met name sneller het slachtoffer worden van de invloed die de referentieaandeelhouder op de raad van bestuur en dus ook de vaststelling van het remuneratiepakket zal hebben.⁶⁰³ Een Richtlijn die a.d.h.v. het zwakkere *comply or explain*-principe doorverwijst naar nationale *corporate governance*-aanbevelingen wordt het geschikt geacht.⁶⁰⁴ De **kwantiteit van de vergoedingen** dienen echter geheel voorbehouden te worden aan de zelfregulerende markt en de **twee Aanbevelingen van 29 april 2009**.⁶⁰⁵

⁶⁰⁰ European Corporate Governance Forum, Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 maart 2009, 1; Zie in dit verband reeds: L. VAN DEN BERGHE, "Bonussendebat escaleert", *De Tijd* 26 maart 2009, 16; H. LAGA en F. PARREIN, "Corporate Governance in a European perspective" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 24; R. KRAAKMAN, "Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay" in G. FERRARINI, K.J., HOPT, J. WINTER en E. WYMEERSCH, (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 100

⁶⁰¹ European Corporate Governance Forum, Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 maart 2009, 1; L. VAN DEN BERGHE, "Bonussendebat escaleert", *De Tijd* 26 maart 2009, 16

⁶⁰² W. DE BROECK, "Voorvechter van deugdelijk bestuur Karel Boone benadrukt verantwoordelijkheid van aandeelhouders", *De Tijd* 15 november 2008, W6

⁶⁰³ G. FERRARINI en N. MOLONEY, "Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives", *ECFR* 2004, 328

⁶⁰⁴ European Corporate Governance Forum, Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 maart 2009, 2

⁶⁰⁵ European Corporate Governance Forum, Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 maart 2009, 3

3.3.4 Organisational transparency: het doel heiligt de middelen?

3.3.4.1 Richtlijn, Aanbeveling, Wet, Code: geen gebrek aan instrumenten

Aangezien “*those who believe that corporate governance will function just as well without transparency carry a heavy burden of persuasion*”⁶⁰⁶, moet ingegaan worden op de wijze waarop het bestuur de structuren van de uitvoerende en toezichthoudende functies binnen de onderneming, de benoemingscriteria, de achtergrondinformatie over de ervaring en de remuneratie van individuele bestuurders bekendmaakt aan aandeelhouders (*organisational transparency*).⁶⁰⁷ “*Het verstrekken van informatie vormt immers een fundamentele waarborg waarvan de naleving een noodzakelijk tegengewicht is voor de uitbreiding van de bevoegdheden van de raad van bestuur*”⁶⁰⁸ en geeft toekomstige investeerders de mogelijkheid het bestuur en haar stabiliteit in te schatten.⁶⁰⁹ Aandelen van een transparante onderneming zullen bovendien meer kans hebben om tegen een hogere prijs te noteren dan die van een eerder ‘gesloten’ onderneming.⁶¹⁰

De transparantieverplichtingen en –aanbevelingen omtrent het bestuur zijn onder te verdelen in een drietal groepen. Ten eerste bestaat er informatie die bij het plaatsvinden van een gebeurtenis onmiddellijk bekendgemaakt dienen te worden (*Ad hoc-Offenlegungspflichten*)⁶¹¹, zoals de wettelijk verplichte aanwijzing van de personen die gemachtigd zijn de vennootschap te besturen en te verbinden, de omvang van hun bevoegdheid en de wijze waarop zij deze uitoefenen,⁶¹² dat bij de oprichting van de vennootschap openbaar moet gemaakt worden. Daarbovenop moet ook het uittreksel uit de akten betreffende de benoeming en ambtsbeëindiging van personen die gemachtigd zijn de

⁶⁰⁶ W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E.

WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 197

⁶⁰⁷ M. BECHT, “European Disclosure for the New Millennium” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 87-88; W.F. EBKE, “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 187

⁶⁰⁸ Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen, Jaarverslag 1986-87, 89

⁶⁰⁹ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 6

⁶¹⁰ R. KRAAKMAN, “Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay” in G. FERRARINI, K.J., HOPT, J. WINTER en E. WYMEERSCH, (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 95 en 97

⁶¹¹ H. MERKT, *Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2001, 142

⁶¹² Art. 69, lid 1, 9° W.Venn.

vennootschap te besturen en te verbinden, bekendgemaakt en neergelegd worden.⁶¹³ Sinds de Wet van 17 december 2008 moet ook de onafhankelijkheid van de ene wettelijk verplichte onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurder in het benoemingsbesluit gestaafd worden.⁶¹⁴ Het beste *organisational transparency*-voorbeeld is echter de belangenconflictenprocedure van art. 523 W. Venn. dat niet alleen de persoonlijk conflicterende bestuurder wettelijk verplicht zijn vermogensrechtelijk belangenconflict van enige ernst (*at arms' length*-uitzondering) *a priori* mede te delen aan zijn co-bestuurders, maar ook de raad van bestuur erop wijst zijn verklaring en de rechtvaardigheidsgronden van het genomen besluit *a posteriori* in de notulen op te nemen en dus aan de aandeelhouders over te maken.⁶¹⁵ Dezelfde mededeling dient gemaakt te worden in het jaarverslag.⁶¹⁶

De tweede soort bestuursinformatie sluit hierop aan en verplicht of beveelt aan slechts periodisch – meestal jaarlijks - bepaalde informatie prijs te geven (***Periodische Offenlegungspflichten***)⁶¹⁷. Naast de openbaarmakingsverplichting van de mogelijk conflicterende transacties tussen de vennootschap en haar leden van leidinggevend en/of toezichthoudend bestuur in de jaarrekening,⁶¹⁸ introduceerde Richtlijn 2006/46 de thans nog niet in België omgezette⁶¹⁹ verplichting een CG Statement op te nemen in het jaarverslag.⁶²⁰ Hierin moet volgens art. 46bis, lid 1, sub f Vierde Richtlijn op zijn minst de samenstelling en de werking van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen en hun comités bindend aan bod komen.⁶²¹ Naast al deze bindende *hard law*-regelgeving verduidelijkt Aanbeveling 2005/162 in grote mate wat in de CG Statement opgenomen zou moeten worden. Ter illustratie gaat het om de taakomschrijving⁶²², de individuele samenstelling van de comités,⁶²³ de interne organisatie, zelfevaluatie⁶²⁴ en de samenstelling⁶²⁵ van de raad van bestuur zelf. Daarnaast moeten ook de bijzondere bekwaamheden van individuele

⁶¹³ Art. 74, lid 1, 2), (a) W.Venn.

⁶¹⁴ Art. 526ter, lid 2 W.Venn.

⁶¹⁵ Art. 523, §1, lid 1, tweede zin W.Venn.

⁶¹⁶ Art. 523, §1, lid 2 W.Venn.

⁶¹⁷ H. MERKT, *Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2001, 142

⁶¹⁸ Art. 43, lid 1, 7ter, ii) Vierde Richtl. gewijzigd door Richtlijn 2006/46. Deze regeling voegt niets toe aan de reest bestaande Belgische regelgeving.

⁶¹⁹ Het voorontwerp van wet werd reeds goedgekeurd door de regering, maar de Raad van State heeft dit ontwerp recentelijk fel bekritiseerd

⁶²⁰ Art. 46bis, lid 1 Vierde Richtl. gewijzigd door Richtlijn 2006/46

⁶²¹ Art. 46bis, lid 1, f) Vierde Richtl. gewijzigd door Richtlijn 2006/46

⁶²² Artikel 6, lid 2 Aanbeveling 2005/162

⁶²³ Artikel 1, lid 6, (2) van Bijlage I bij Aanbeveling 2005/162

⁶²⁴ Artikel 9, lid 1 Aanbeveling 2005/162

⁶²⁵ Artikel 11, lid 4 Aanbeveling 2005/162

bestuurders⁶²⁶, hun andere belangrijke professionele bezigheden⁶²⁷ en hun onafhankelijkheid terzake⁶²⁸ vernoemd worden. Wat Belgische *soft law* betreft, bevat Appendix F BCCG o.a. aanbevelingen om de samenstelling en werking van de raad van bestuur en haar subcomités, de onafhankelijke bestuurders en de motivatie achter hun onafhankelijkheid, de motivatie van het aanduiden van een vroegere dagelijks bestuurder als voorzitter van de raad van bestuur en identiteitslijsten van de uitvoerende bestuurders in het CG Statement bekend te maken.⁶²⁹ Voorts dient ook het beleid van het bestuur inzake transacties met verbonden partijen, een remuneratieverslag met daarin uiterst gedetailleerde informatie over het jaarlijks remuneratiebeleid en de procedure tot het bepalen van dat beleid worden verduidelijkt.⁶³⁰ Met betrekking tot dit laatste wordt de nadruk gelegd op de transparantie inzake de toegepaste principes en het totaal bedrag van verloning voor de uitvoerende bestuurders gezamenlijk en betreffende de juiste correlatie tussen vergoeding (inclusief bonussen) en prestatie (*pay on performance*-principe) met een verstrengde disclosureaanbeveling voor het loon van de CEO dat in zijn variabele en vaste delen dient opgesplitst te worden. Tenslotte wordt ook een verklaring vereist van het stipuleren van een hogere opzegvergoeding dan die die overeenkomt met 12 maanden loon.⁶³¹

Een derde soort transparantieregeling bestaat erin **meer algemene en onveranderlijke informatie** te publiceren in een *corporate governance*-charter (hierna: CG Charter). Vanuit Europese *soft law*-hoek vallen hieronder de zakelijke activiteiten van de onderneming, haar algemene beleidsstrategie en de wijze waarop zij met risico's en belangenconflicten omgaat.⁶³² Appendix F BCCG vervolledigt met niet-bindende aanbevelingen om de *governance*-structuur en het intern reglement van zowel de raad van bestuur, dat van de comités én dat van het uitvoerend bestuursorgaan in het CG Charter op te nemen. Daarnaast moet er ook in worden vermeld dat de BCCG als referentiecode voor de onderneming geldt, het specifiek beleid dat het bestuur toepast inzake anti-marktmisbruikinitiatieven en potentiële belangenconflicten indien de wet dit niet zelf regelt.⁶³³

⁶²⁶ Artikel 11, lid 4 Aanbeveling 2005/162

⁶²⁷ Artikel 12, lid 2 Aanbeveling 2005/162

⁶²⁸ Artikel 13, lid 3, (3) Aanbeveling 2005/162

⁶²⁹ Bepaling 9.3/1 van Appendix F bij de BCCG 12 maart 2009, 36

⁶³⁰ Bepaling 9.3/1 van Appendix F bij BCCG 12 maart 2009, 36-37

⁶³¹ Bepaling 9.3/1 van Appendix F bij BCCG 12 maart 2009, 37-38

⁶³² Artikel 9, lid 2 Aanbeveling 2005/162

⁶³³ Bepaling 9.1/1 van Appendix F bij BCCG 12 maart 2009, 36

3.3.4.2 Compliance met niet-bindende *comply or explain*-regel

Aangezien België Richtlijn 2006/46 nog niet heeft omgezet, dient bestudeerd te worden of een vrijwillig *comply or explain*-model geïncorporeerd in de Europese of Belgische *soft law*-aanbeveling geschikt kan zijn om *organisational transparency* te regelen. Daar er geen volledige causale link bestaat tussen een transparant bestuur en het succes van een bedrijf⁶³⁴ en haar beurskoers, kan dit enkel beoordeeld worden in het licht van de *compliance* ervan door de beursgenoteerde ondernemingen en de mate waarin aandeelhouders de gegeven informatie internaliseren en kritisch evalueren (*market monitoring*).⁶³⁵ Uiteindelijk zijn zij het die m.b.v. de verkregen informatie veranderingen en beleidswendingen zullen moeten afdwingen om tot een efficiënter bestuur te komen. *Organisational transparency* kan m.a.w. enkel garanties bieden op het ‘deugdelijk’ karakter van het bestuur en niet op de economische meerwaarde ervan indien de prijsgegeven informatie kwaliteitsvol is en het om meer gaat dan een loutere *boxticking-compliance*.⁶³⁶ In België lijkt de naleving van de BCCG niet meer zo problematisch te zijn: 79,7% van de aanbevelingen erin worden stelselmatig nageleefd, slechts van 20,3% wordt expliciet afgeweken, waarvan 5,1% uitdrukkelijk uitgelegd en gemotiveerd.⁶³⁷ Toegespitst op de naleving van transparantievereisten, onthullen cijfers genomen eind 2005 dat beursgenoteerde ondernemingen vlot identiteitslijsten van de leden van de raad van bestuur (nalevingsratio van 99,16%), het uitvoerend management (95,80%) en de subcomités (77,31%) vrijgeven en duidelijk aangeven wie als onafhankelijk dient

⁶³⁴ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 483

⁶³⁵ Bepaling 8.12 BCCG 12 maart 2009, 25; Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 10, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁶³⁶ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 9, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁶³⁷ Belgian Governance Institute en Verbond van Belgische Ondernemingen, Naleving van de Belgische Corporate Governance Code: een stand van zaken, November 2006, 5, <http://www.vbo-feb.be/index.html?file=2408>; Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/001, 7; E. WYMEERSCH, “The Corporate Governance “Codes of Conduct” between state and private law”, Gent, Financial Law Institute Working Paper, November 2007, nr. 2007-07, 26

beschouwd te worden (94,96%)⁶³⁸ en dat alle BEL-20-ondernemingen een CG Charter publiceren⁶³⁹. Minder happig blijken de beursgenoteerde ondernemingen echter te zijn om andere, eerder formalistische aanbevelingen na te leven zoals de publicatie van de individuele aanwezigheidsgraad van de leden van de subcomités (36,13%), de activiteitenverslagen van de raad van bestuur (52,94%) en de subcomités (36,13%), de openbaarmaking van de individuele vergoedingen aan uitvoerende bestuurders met aandelen als remuneratie-instrument (48,74%, hoewel 89% van de BEL-20-vennootschappen⁶⁴⁰) en het prijsgeven van de totale vergoeding voor iedere individuele bestuurder gedifferentieerd naargelang het gaat om een vaste, dan wel een variabele vorm van verloning (45,38%, hoewel 100% van de BEL-20-vennootschappen⁶⁴¹).⁶⁴²

3.3.4.3 Monitoring van het vrijwillige *comply or explain*-principe

A) De raad van bestuur als primaire ‘gatekeeper’ in theorie

“The codes are to be viewed more as containing a process, a search for the optimal solution, than a ready made answer. (...) They invite the board to reflect and find adequate answers to the issues identified.”⁶⁴³ De preambule van de BCCG voorzag dat de **raad van bestuur als belangrijkste monitor van haar eigen corporate governance-beleid**⁶⁴⁴ op interne wijze zou ‘screenen’ naar “de juiste governanceattitude, het juiste governancegedrag, de juiste governancewaarden”⁶⁴⁵ (‘interne audit’). In het belang van de vennootschap dient zij alle mogelijke informatie prijs te geven die de markt van haar verlangt opdat de aandeelhouders de efficiëntie van het bestuur kunnen beoordelen en hun investeringportfolio’s naderhand

⁶³⁸ K. VAN DE POEL en W. VERMEERSCH, “Corporate Governance en de implementatie van de Code Lippens: een empirische studie”, *Acc.Bedr.M.* 2008, 20-21

⁶³⁹ Belgian Governance Institute en Verbond van Belgische Ondernemingen, Naleving van de Belgische Corporate Governance Code: een stand van zaken, November 2006, 14, <http://www.vbo-feb.be/index.html?file=2408>

⁶⁴⁰ Belgian Governance Institute en Verbond van Belgische Ondernemingen, Naleving van de Belgische Corporate Governance Code: een stand van zaken, November 2006, 24, <http://www.vbo-feb.be/index.html?file=2408>

⁶⁴¹ Belgian Governance Institute en Verbond van Belgische Ondernemingen, Naleving van de Belgische Corporate Governance Code: een stand van zaken, November 2006, 25, <http://www.vbo-feb.be/index.html?file=2408>

⁶⁴² K. VAN DE POEL en W. VERMEERSCH, “Corporate Governance en de implementatie van de Code Lippens: een empirische studie”, *Acc.Bedr.M.* 2008, 20-21

⁶⁴³ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 18

⁶⁴⁴ BCCG 12 maart 2009, 8

⁶⁴⁵ L. VAN DEN BERGHE, “Publiek debat over deugdelijke bestuur mag dieper gaan”, *De Tijd* 17 januari 2009, 18

kunnen herbekijken.⁶⁴⁶ Buiten de wettelijk opgelegde transparantieplichtingen is de raad van bestuur echter (voorlopig nog) niet gebonden om de BCCG-aanbevelingen inzake *organisational transparency* op te volgen, noch afwijkingen te motiveren.⁶⁴⁷ Bijgevolg gaan “sommige bestuurders en beleidsmakers binnen vennootschappen zich maar al te snel [...] vergenoegen met een louter ‘afvinken’ (‘boxticking’) van een lijst te verklaren elementen en zich verder niet [inlaten] met de geest van de aanbevelingen”⁶⁴⁸ en worden regels die de bestuurders minder goed uitkomen gewoonweg genegeerd.⁶⁴⁹ Langs de andere kant, “te veel focussen op monitoring houdt het gevaar in dat te weinig aandacht uitgaat naar ondernemerschap, waardecreatie, en strategie.”⁶⁵⁰

Indien een zelfgedisciplineerde raad van bestuur toch besluit een CG Statement als onderdeel van het jaarverslag op te stellen, dan moet deze, inclusief **de CG Statement, een getrouw overzicht van de ontwikkeling van de vennootschap** weergeven.⁶⁵¹ In het voorgaande werd reeds aangetoond dat dergelijke onjuiste mededelingen tot de niet-hoofdelijke aansprakelijkheid van het bestuur kan leiden, indien de rechter ‘incidenteel’ bindende werking verleent aan de toezegging van het bestuur met een *soft law*-transparantieaanbeveling en deze gebruikt in haar beoordeling van blanco *hard law*-normen zoals de ‘bonus pater familias’-norm. Deze aansprakelijkheidsgrond heeft echter het pervers en contradictorisch gevolg dat het bestuur eerder afgeschrikt wordt nog verdere informatie vrij te geven. “*Spreken is zilver, zwijgen is goud.*”⁶⁵²

De omzetting van Richtlijn 2006/46 verandert hier niet zo veel aan. In de Lid-Staten die enkel een vrijwillige vorm van *comply or explain* toepasten zoals België, zorgt de Richtlijn nu voor een omvorming naar een bindende *comply or explain*-regel voor alle bepalingen die vervat zijn in een door de vennootschap aangewezen *corporate governance*-code. Ofschoon de COMMISSIE spreekt van een “*real obligation for companies to be transparent in this field*

⁶⁴⁶ K. GEENS en M. WYCKAERT, “Discretie of transparantie in het vennootschapsbelang: spreken is zilver, zwijgen blijft goud?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 524

⁶⁴⁷ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 515

⁶⁴⁸ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 514

⁶⁴⁹ Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/001, 6

⁶⁵⁰ L. VAN DEN BERGE, “Mythes over governance ontsluit”, *De Tijd* 28 februari, 20

⁶⁵¹ Art. 95 W.Venn. *in juncto* art. 96, 1° en 3° W.Venn.

⁶⁵² K. GEENS en M. WYCKAERT, “Discretie of transparantie in het vennootschapsbelang: spreken is zilver, zwijgen blijft goud?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 523

*all over the EU*⁶⁵³, blijven de raden van bestuur in feite nog steeds **vrij om al dan niet de transparantievereisten na te leven**. Het enige wat hen uitdrukkelijk wordt opgelegd is de wettelijke en dus ook bindende verplichting van het motiveren van elk afwijken van de bepalingen van die code. De Lid-Statens krijgen de opdracht om het verzuim aan de *explain*-verplichting “*doeltreffend, evenredig en afschrikkend*”⁶⁵⁴ te sanctioneren. Wanneer deze sanctioneringsopdracht van art. 60bis Vierde Richtlijn, ingevoerd door Richtlijn 2006/46, omgezet moet worden in het W.Venn., zal de wetgever de hoofdelijke aansprakelijkheidsregel in art. 528 W.Venn. kunnen gebruiken als grondslag voor de bestuurdersaansprakelijkheid ingeval van niet-publicatie van een vennootschapsrechtelijk bevolen CG Statement.⁶⁵⁵ Het bestuur zal m.a.w. verplicht worden haar *corporate governance*-beleid beter te *monitoren* om haar aansprakelijkheid te ontlopen.

B) De CBFA als secundaire ‘gatekeeper’ in theorie

Ter versterking van de falende *monitoring*functie die de raad van bestuur op zichzelf moet vervullen, voorziet het wetsvoorstel van 11 februari 2009 in een ambitieus initiatief om een **aparte ‘Monitoringcommissie’** naar Nederlands model⁶⁵⁶ binnen de ‘Centrale Raad voor het Bedrijfsleven’ op te richten dat zich zou moeten toespitsen op het controleren van de beursgenoteerde ondernemingen op de toepassing en evaluatie van de beginselen en aanbevelingen van deugdelijk bestuur.⁶⁵⁷ Hoewel er zowel een vertegenwoordiging van de

⁶⁵³ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 5, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁶⁵⁴ Art. 60bis Vierde Richtl. gewijzigd door Richtlijn 2006/46 stelt: “*De lidstaten stellen de regels vast voor de sancties die van toepassing zijn op inbreuken op de krachtens deze richtlijn vastgestelde nationale bepalingen en nemen alle nodige maatregelen om ervoor te zorgen dat deze worden toegepast. De voorziene sancties moeten doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.*”

⁶⁵⁵ H. LAGA, “Europese initiatieven inzake corporate governance”, *TRV* 2006, nr. 2, 665

⁶⁵⁶ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 5 en 19: De ‘Monitoringcommissie Corporate Governance’ moet in Nederland de compliance van de Tabaksblatt Code door de beursgenoteerde ondernemingen nagaan, zonder dat deze enige individuele onderzoeksbevoegheid of sanctiemechanismen tot haar beschikking heeft. Zij stelt enkel rapporten op die in de toekomst mogelijkerwijze kunnen leiden tot wijzigingen aan de Code zelf.

⁶⁵⁷ Het nieuwe art. 530/2 W.Venn., in te voeren bij art. 7 Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/1, 17-18 stelt: “*Bij de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven wordt een Monitoringcommissie voor de toepassing en evaluatie van de beginselen en aanbevelingen van good governance opgericht. Die Monitoringcommissie is samengesteld uit eensdeels sociale partners die lid zijn van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven en een vertegenwoordiger van de Commissie voor het Bank, Financie- en Assurantiewezen, en anderdeels, als deskundigen, vertegenwoordigers van de investeerders, van Euronext en van het Instituut der Bedrijfsrevisoren. Die Commissie zendt elk jaar aan het Parlement een verslag over in verband met de inachtneming van de beginselen en aanbevelingen van good governance. In voorkomend geval formuleert ze in*

sociale partners als van de CBFA in zetelen, is het nog maar de vraag of een specifiek nieuw opgericht specialisatiecomité, naast de zovele andere controleinstanties⁶⁵⁸ die zich met de financiële markten bezighouden, veel meerwaarde zou kunnen bieden. Opportuner lijkt het om de bestaande overheidsinstellingen op elkaar af te stemmen opdat de controle op een meer geresponsabiliseerde manier kan verlopen. In navolging van de BCCG wordt gedacht om de **CBFA zelf naar voor te schuiven als co-monitor** opdat een overheidsinstantie de zelfcontrole van de aandeelhouders en bestuur zou kunnen aanvullen⁶⁵⁹ en bekrachtigen. Haar sanctioneringsapparaat is echter uiterst beperkt daar nog geen wettelijke basis bestaat voor vele in de BCCG vermelde disclosureverplichtingen. *“It lends its moral support to the implementation of the disclosure provisions which the Code addresses to Belgian listed companies”*⁶⁶⁰ maar *“the CBFA's role is limited to verifying the observance of the 'comply or explain' principle, and to invite companies to live up to it”*⁶⁶¹ en *“betreft geen toezicht op de waarheidsgetrouwheid van de bekendgemaakte feiten.”*⁶⁶² Het moge duidelijk zijn dat zowel de CBFA, die mede de BCCG heeft opgesteld, als de BCCG zelf niet voor ogen hebben gehad om de CBFA als primaire controleinstantie te laten optreden.⁶⁶³ Nochtans dient opgemerkt te worden dat de CBFA verantwoordelijk is *“for the well functioning, integrity and functioning of the Belgian financial markets and for the ongoing and periodic information.”*⁶⁶⁴ Indien men de CBFA als een valabele monitor aanschouwt, zouden haar verplichtingen onder de BCCG tweevoudig kunnen zijn. Met betrekking tot het al dan niet naleven van het *comply or explain*-principe zou zij enkel een formele controlebevoegdheid hebben, die haar ertoe strekt beursgenoteerde ondernemingen aan te sporen de disclosureverplichtingen in een CG Statement op te nemen. In dit scenario blijven haar bevoegheden uiterst beperkt en kan zij haar onderzoek- en sanctieapparaat niet inzetten.

Indien echter een raad van bestuur van een beursgenoteerd bedrijf specifiek toezegt om vrijwillig een CG Statement als bijlage aan haar jaarlijks verslag aan zijn aandeelhouders uit

verband met de beginselen en aanbevelingen voorstellen, die dientengevolge in de wet moeten worden opgenomen.”

⁶⁵⁸ Men denkt aan de Nationale Bank van België, de CBFA zelf, het Comité voor Financiële Stabiliteit,... Voor meer informatie zie: P. BLOMME, “Parlement gooit bankenlandschap om”, *De Tijd* 23 april 2009, 3

⁶⁵⁹ H. MERKT, *Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2001, 480

⁶⁶⁰ BCCG 12 maart 2009, 9

⁶⁶¹ BCCG 12 maart 2009, 9

⁶⁶² E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 527

⁶⁶³ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 528

⁶⁶⁴ C. VAN DER ELST, “The Belgian struggle for corporate governance improvements”, ECGI Law Working Paper, September 2008, nr. 114/2008, 26, <http://ssrn.com/abstract=1261448>

te delen, “*third parties – and especially investors, but also creditors - are entitled to rely on the honest and complete nature of the statements.*”⁶⁶⁵ De monitoringrol van de CBFA zou hier veel verder kunnen gaan. Art. 33 Wet Financieel Toezicht⁶⁶⁶ en art. 43, §1, 1° van het KB van 14 november 2007⁶⁶⁷ geven de CBFA namelijk expliciet de bevoegdheid om inhoudelijk - en dus niet louter formeel - **de jaarverslagen, inclusief de CG Statement, op hun volledigheid, nauwkeurigheid en getrouwheid te onderzoeken.** “*This type of intervention is not limited to information that has been imposed by public act, but might extend to any untrue or misleading information.*”⁶⁶⁸ De CG Statement zit namelijk ingebed in *disclosure*-instrumenten (cfr. jaarverslag) die via andere bindende regelgeving worden opgelegd.⁶⁶⁹ Vervolgens zouden de ruime onderzoeksbevoegdheden (bv. inspecties ter plaatse, opeisen van elke informatie of document,...) van de CBFA volledig tot haar beschikking staan om actief na te gaan of bijvoorbeeld de gegeven informatie omtrent de onafhankelijkheid van een in die hoedanigheid benoemde bestuurder, het remuneratiebeleid of de medegedeelde samenstelling van de comités de werkelijkheid weerspiegelt en dus waarheidsgetrouw is. “*Aldus beschikt zij over de nodige instrumenten om de corporate governance verklaringen van een vennootschap te controleren op hun inhoudelijke juistheid.*”⁶⁷⁰ LEROUX toont echter terecht aan dat deze controlebevoegdheid geen verplichting is die rust op de CBFA, doch enkel, gezien de bewoordingen “*Wanneer de CBFA van oordeel is*” in art. 43, §1, 1° van het KB van 14 november 2007, de CBFA een discretionaire beslissingsruimte laat om bij elk verdachte *disclosure* al dan niet in te grijpen en verder onderzoek te verrichten.⁶⁷¹ *It cannot be the intention that on the occasion of enforcing corporate governance codes the supervisor gets involved in the actual functioning of the board of listed companies.*”⁶⁷² WYMEERSCH meent dat deze inhoudelijke en discretionaire onderzoeksbevoegdheid **slechts in uitzonderlijke omstandigheden** aan de CBFA toekomt.⁶⁷³ Meer bepaald betreft het die situaties waarbij

⁶⁶⁵ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 8

⁶⁶⁶ Wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002

⁶⁶⁷ KB 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, *BS* 3 december 2007

⁶⁶⁸ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 9

⁶⁶⁹ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 8

⁶⁷⁰ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 528

⁶⁷¹ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, p. 527, nr. 48

⁶⁷² E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 18

⁶⁷³ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 5

prijsgegeven informatie in de CG Statement zodanig onjuist is dat ze gedoeld is op het misleiden van de markt (art. 25, §1, 4° Wet Financieel Toezicht) opdat de markttoezichthouder volgens art. 36, §2 Wet Financieel Toezicht sanctionair zou mogen ingrijpen en administratieve boetes heffen.⁶⁷⁴

Bovendien is het maar de vraag of een door de overheid gerunde organisatie garant kan staan op de voorkoming van dergelijk marktmanipulerende berichten want “*supervisors are rather reluctant to intervene in the enforcement of corporate governance codes*”.⁶⁷⁵ Het publiek overheidsapparaat toont heden ten dage ook geen staaltje van ‘deugdelijk ondernemingsbestuur’ daar verschillende financiële instellingen zoals Fortis en KBC nog steeds wachten op de bestuurders die de overheid beloofde te leveren.⁶⁷⁶ Misschien is het beter om de aandeelhouders zelf een **private third party gatekeeper** (e.g. een externe auditor) te laten aanduiden die de juistheid van de door het bestuur gegeven informatie voor hen onderzoekt en waarheidsgetrouw terugrapporteert.⁶⁷⁷ Op deze manier creëren ze een bondgenoot voor zichzelf in het *monitoren* van de *corporate governance-disclosure* en kan het marktmechanisme (lees: de *Wall Street-Rule*) volledig, zonder wetgevend ingrijpen en zonder aanstelling van een overheidsinstantie, gevrijwaard blijven.

C) De aandeelhouders als enige ‘gatekeeper’ in praktijk

I) De formele controle op het geven van informatie *an sich*

Aangezien de raad van bestuur niet onmiddellijk geneigd is zichzelf te controleren en de markttoezichthouder omwille van economische redenen *de jure*, maar niet *de facto* bij machte is een inhoudelijke transparantiecontrole van elke CG Statement door te voeren, hangt het feit of er daadwerkelijk informatie wordt vrijgegeven voor een groot stuk af van de *monitoringrechten*⁶⁷⁸ van de aandeelhouders. Maar, “*transparency requirements may be insufficient if shareholders do not take a pro-active and critical attitude towards the decisions*

⁶⁷⁴ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 8

⁶⁷⁵ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 9

⁶⁷⁶ P. BLOMME en M. SEPHIHA, “Vertegenwoordiging overheid bij Fortis Bank blijft uit”, *De Tijd* 22 oktober 2008, 4

⁶⁷⁷ R. KRAAKMAN, “Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay” in G. FERRARINI, K.J. HOPT, J. WINTER en E. WYMEERSCH (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 106-107

⁶⁷⁸ Sommigen spreken zelfs van monitoringsplichten: T. DEMUYNCK, en A. SCHOLLAERT, “Fortis-aandeelhouders hoeven geen compensatie”, *De Tijd* 17 oktober 2008, 12

of the management and do not seek changes in corporate governance policies and structures if their interests are ignored.”⁶⁷⁹ “*Dat de aandeelhouder bij een faillissement slechts de restwaarde van de onderneming krijgt, (...) geeft de aandeelhouders een stimulans om het management te controleren en via hun stemrecht goed bestuur af te dwingen.*”⁶⁸⁰ Bereidwillige monitoren alleen volstaan echter niet aangezien de (minderheids)aandeelhouders omwille van het *soft law*-karakter van de nationale *corgo-codes*⁶⁸¹ en Europese aanbevelingen **het bestuur niet rechtstreeks kunnen dwingen een CG Statement of Charter op te stellen** en vrij te geven. Het enige middel dat ter beschikking staat van de aandeelhouders is de mogelijkheid de bestuurders *ad nutum* te ontslaan en voor de rest moet men genoegen nemen met een eventuele, niet-bindend opgelegde, afwijkende verklaring.⁶⁸²

Wat rechtstreeks niet kan, kan mogelijkwijze wel onrechtstreeks. Het is namelijk "*widely accepted that corporate governance codes- and soft law instruments in general - especially if they are widely accepted will serve as a source of inspiration for judges looking for yardsticks against which they can measure specific conduct of directors e.g. in liability or in negligence cases whether internally – i.e. for dealing with the relationship within the company – or in relation to third parties or for launching investigations into the company’s conduct*”⁶⁸³ zodat “*de rechters bij de beoordeling van aansprakelijkheidsgeschillen, van bestuurders van beursgenoteerde bedrijven mogen verwachten dat zij de bestaande aanbevelingen inzake corporate governance opvolgen.*”⁶⁸⁴ Om deze *soft law* door een rechter te laten migreren in

⁶⁷⁹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 10, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf; In dezelfde zin, zie D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 383-384; European Corporate Governance Forum, Annual Report 2006, 16 February 2007, 8

⁶⁸⁰ T. DEMUYNCK, en A. SCHOLLAERT, “Fortis-aandeelhouders hoeven geen compensatie”, *De Tijd* 17 oktober 2008, 12

⁶⁸¹ Bepaling 9.3 en Appendix F bij BCCG van 12 maart 2009, 26: “*The company should establish a CG Statement in its annual report describing all relevant corporate governance events that have taken place during the year under review. This CG Statement should be included in a specific section of the annual report and should contain at least the information listed in Appendix F, 9.3./1-2.*”

⁶⁸² L. VAN DEN BERGHE, “Publiek debat over deugdelijke bestuur mag dieper gaan”, *De Tijd* 17 januari 2009, 18

⁶⁸³ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 6

⁶⁸⁴ H. LAGA, “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van corporate governance-aanbevelingen” in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus: Vriendenboek Raf Verstegen*, Brugge, die Keure, 2004, 161; H.LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 618

hard law moet echter eerst een bestaande aansprakelijkheidsgrondslag gevonden worden. Het kan hierbij bijvoorbeeld gaan om de beslissing van de raad van bestuur om een bepaalde uitvoerende bestuurder een extravagant hoge vergoeding met aandelenopties te geven die, gestoeld op de leer van het misbruik van meerderheid, als bestuursfout in de zin van art. 527 W.Venn. kan worden geïnterpreteerd⁶⁸⁵. Het niet meedelen van het jaarlijks remuneratiebeleid aan de aandeelhouders in een CG Statement kan dan meespelen in de marginale bestuurdersaansprakelijkheidsbeoordeling van de rechter. Het betrekken van *soft law* in de interpretatie van de blanco-norm ‘goede trouw’ in art. 527 W.Venn. omhelst echter het gevaar dat de rechter wetgever wordt door interpretatiecriteria te gebruiken die de wetgever uitdrukkelijk heeft overgelaten aan zelfregulering.⁶⁸⁶

Tot op heden heeft de Belgische rechtspraak nog geen ervaring m.b.t. het introduceren van verplichtingen die voortvloeien uit *corporate governance*-aanbevelingen of volkomen gelijkaardige, niet-bindende gedragsregels⁶⁸⁷. In het arrest van de Hoge Raad der Nederlanden van 21 februari 2003 in de zaak **Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters** vond dergelijke migratie wel plaats. Deze laatste vroeg de nietigverklaring van enkele besluiten van de raad van bestuur en de raad van commissarissen van Hollandsche Beton Groep N.V. (hierna: HBG) waarin een joint venture met Ballast Nedam N.V. en Ballast Nedam Baggeren B.V. zonder consultatie van de aandeelhouders werd afgesloten.⁶⁸⁸ Voorafgaand aan deze besluiten hadden de aandeelhouders van HBG nochtans duidelijk te kennen gegeven dat ze zinnens waren een eerder *takeover bid* geplaatst door Koninklijke Boskalis Westminster N.V. te aanvaarden, waarna de raad van bestuur en de raad van

⁶⁸⁵ J.-M. NELISSEN GRADE, *Vennootschapsrecht: Capita selecta*, onuitg., 2009, 80

⁶⁸⁶ H. LAGA, “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van corporate governance-aanbevelingen” in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus: Vriendenboek Raf Verstegen*, Brugge, die Keure, 2004, 160

⁶⁸⁷ In een zaak betreffende een beleggingsorder van een cliënt dat te traag door een bank (Fortis) werd uitgevoerd, werd de schending van de ‘gedragsregels’ (in concreto: “*zich optimaal in te zetten voor de belangen van hun cliënt met de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en toewijding, rekening houdend met de mate van professionele kennis van de cliënten*”), geformuleerd in art. 36, §1, 2° Wet 6 april 1995, opgeroepen als maatstaf om te toetsen aan het fout-criterium van art. 1382 BW. Deze ‘gedragsregels’ zijn te onderscheiden van de Belgische *soft law* corporate governance aanbevelingen, doordat de eersten woordelijk via een materiële (en overigens ook formele) wet zijn gejuridiseerd. Het vaag karakter in de formulering van deze ‘gedragsregels’ maakt van hen nog geen soft law regels. Deze regels verschillen bovendien ook van de Nederlandse corporate governance regels waarnaar de wet via een bindend ‘comply or explain’-principe verwijst. De ‘gedragsregels’ moeten verplicht nageleefd worden op straffe van aansprakelijkheid, terwijl de schending van de Nederlandse corgo-regels slechts de aansprakelijkheid met zich mee kan brengen indien de niet-naleving niet werd gemotiveerd. Zie in verband met dit Belgisch voorbeeld: Rb. Aarlen 19 mei 2005, *DAOR* 2007, 251-253, noot H. COUSY

⁶⁸⁸ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>; Voor een inhoudelijk vergelijkbare, doch formeel zeer andere zaak, zie de zaak- Fortis (infra)

commissaren desalniettemin de joint venture met Ballast Nedam N.V. goedgekeurden. “De Ondernemingskamer (...) onderzocht of HBG wat betreft de wijze van totstandkoming van haar beleid en van haar beslissing (...) heeft gehandeld met inachtneming van hetgeen elementaire beginselen van behoorlijk ondernemerschap met zich brengen, en (...) geoordeeld dat zulks niet het geval is en dat van wanbeleid moet worden gesproken”⁶⁸⁹. De Ondernemingskamer nam zowel de stellingname van HBG in haar jaarverslag van 1997 inzake haar naleving met de Code Peeters van 1997 in betracht (zie *infra* voor de gevolgen hieromtrent), alsook, daarmee volledig los van te beschouwen, de “heden ten dage breed in de samenleving gedragen opvattingen over corporate governance en meer in het bijzonder over de in gewicht en betekenis toegenomen rol en positie van - onder meer - de algemene vergadering van aandeelhouders”⁶⁹⁰. De Ondernemingskamer verleende vervolgens ‘incidenteel’ bindende werking aan de *corporate governance*-code door te besluiten dat, hoewel “het bestuur van een vennootschap (...) rechtens niet gehouden [was] het aangaan van een joint venture ter instemming of goedkeuring aan de algemene vergadering van aandeelhouders voor te leggen (...), de beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur zoals die naar thans vigerende opvattingen moeten worden begrepen wel met zich [meebrengen] dat de algemene vergadering van aandeelhouders dienaangaande wordt geconsulteerd vóórdat het ondernemingsbestuur tot besluitvorming overgaat, ook al blijft de uiteindelijke besluitvorming aan het bestuur voorbehouden” [eigen onderlijning]⁶⁹¹.

De Hoge Raad, gevat in cassatie, durfde niet even ver als de Ondernemingskamer te gaan, maar weerlegde evenmin de ‘incidenteel’ bindende draagwijdte die het gaf aan de Nederlandse *corporate governance*-Code Peeters.⁶⁹² “Noch in de huidige wettelijke regeling, noch in de thans bekende voorstellen tot wijziging daarvan, noch in de in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance, [is] voldoende steun (...) te vinden voor de door de Ondernemingskamer aanvaarde rechtsregel [eigen onderlijning].”⁶⁹³ De Hoge Raad achtte m.a.w. dat een dergelijke *a priori* consultatieplicht van de aandeelhouders uit

⁶⁸⁹ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 4.2.2, <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>

⁶⁹⁰ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 4.2.4 (b), <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>

⁶⁹¹ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 4.2.4 (c) en (e), <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>

⁶⁹² E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 516-517

⁶⁹³ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 6.4.2, <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>

geen enkele wet, gebruik of aanbeveling kon worden afgeleid,⁶⁹⁴ maar erkende hiermee “*impliciet dat de ‘in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance’ een bron van rechtsregels kunnen vormen.*”⁶⁹⁵

In tegenstelling tot de Nederlandse *corporate governance*-gebruiken volgens deze rechtspraak, die overigens kunnen steunen op een wettelijk bindend *comply or explain*-regime, kan het **louter publiceren van een CG Statement in België niet formeel afgedwongen worden**, noch kan de niet-publicatie als een *stand alone* aansprakelijkheidsgrond fungeren. De aanbeveling kan enkel als interpretatiemiddel voor de invulling van blanco-normen gebruikt worden (*post-law* functie van *soft law*).⁶⁹⁶

II) De inhoudelijke controle van de gegeven informatie

a. Vrijwillige keuze van het bestuur om CG Statement in jaarverslag te publiceren

Eens de raad van bestuur echter beslist bepaalde *corporate governance*-informatie vrijwillig te *disclosen*, dan bieden zich verschillende alternatieve juridische routes aan voor de aandeelhouders om de inhoud en de getrouwheid van de informatie af te dwingen. “*Als bepaalde regels voor een onderneming zo belangrijk worden dat ze beslist ze in een charter op te nemen of er in haar jaarverslag melding van te maken, dan kan men er redelijkerwijs van uitgaan dat die regels bij derden legitieme verwachtingen wekken.*”⁶⁹⁷ De raad van bestuur is namelijk verplicht een getrouw overzicht van de ontwikkeling van de vennootschap weer te geven in het jaarverslag.⁶⁹⁸ Door het CG Statement vrijwillig te publiceren, verklaart het bestuur ten opzichte van de vennootschap en de markt op éézijdige wijze gebonden te zijn aan dezelfde getrouwheidsverplichting voor haar CG Statement.⁶⁹⁹

⁶⁹⁴ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 6

⁶⁹⁵ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 517

⁶⁹⁶ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 520

⁶⁹⁷ Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/001, 13

⁶⁹⁸ Art. 95 W.Venn. *in juncto* art. 96, 1° en 3° W.Venn.

⁶⁹⁹ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 515; A. GORIS, “Corporate governance in beursgenoteerde ondernemingen en financiële instellingen”, *T.Fin.R.* 2005, 1093-1904

Een foutieve *corporate governance*-verklaring zou dan tot de aansprakelijkheid van de bestuurders kunnen leiden⁷⁰⁰ indien een rechter zich op basis van de gecreëerde verwachtingen positief uitspreekt over deze Duits geïnspireerde ‘*Vertrauenshaftung*’⁷⁰¹. De (minderheids)aandeelhouders kunnen in naam van de vennootschap de (hoofdelijke) aansprakelijkheid van de bestuurders op grond van art. 528 W.Venn. eisen en vergoeding vragen voor schade die men eventueel opliep door een fout gelopen investering die voortvloeide uit de misleidende informatie in het CG Statement.⁷⁰² Afhankelijk van de soort van vrijgegeven informatie betreft het een middelenverbintenis dan wel een resultaatsverbintenis. Een voorbeeld van het eerste betreft de *disclosure* van het beleid van het bestuur inzake transacties met verbonden partijen dat niet, zoals vooraf omschreven, wordt nageleefd. Een voorbeeld van het laatste is de identiteitslijst van de individuele uitvoerende bestuurders⁷⁰³ dat formeel zeer eenvoudig na te leven is. Ingeval van niet-nakoming van de waarheidsgetrouwheid als resultaatsverbintenis volstaat het aan te tonen dat de verklaring in het CG Statement als bijlage aan het jaarverslag onjuist was en daardoor het getrouw karakter van de verslaggevingsplicht van art. 96, 1° W.Venn. geschonden werd. Indien het echter een middelenverbintenis betreft dient daarbovenop een aan het bestuur verwijtbare fout bewezen te worden.⁷⁰⁴ Voor het overige, “*injured parties would have to prove causation: the overall effect on the stock market price establishes the damage.*”⁷⁰⁵ Ook via art. 1382 B.W. *in juncto* art. 12, §2, 3°, (b) en art. 5 KB 14 november 2007⁷⁰⁶ krijgen de aandeelhouders een ultieme en laatste kans om onwaarheden in de vrijwillig openbaar gemaakte *corporate governance*-verklaringen als deel van de jaarverslagen van beursgenoteerde ondernemingen te bestraffen

⁷⁰⁰ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 517; H.LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 617

⁷⁰¹ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 8

⁷⁰² Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer* 2008-09, nr. 1805/001, 13

⁷⁰³ Bepaling 9.3/1 van Appendix F bij BCCG 12 maart 2009, 36-37

⁷⁰⁴ J.-M. NELISSEN GRADE, *Vennootschapsrecht: Capita selecta*, onuitg., 2009, 37

⁷⁰⁵ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 8

⁷⁰⁶ art. 12, §2, 3°, (b) KB 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 3 december 2007 stelt: “*Het jaarlijks financieel verslag omvat : een verklaring van de bij de emittent terzake verantwoordelijke personen, met duidelijke vermelding van naam en functie, dat, voorzover hen bekend, het jaarverslag een getrouw overzicht geeft van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de emittent en de in de consolidatie opgenomen ondernemingen, alsmede een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee zij geconfronteerd worden*”. Art. 5, tweede zin stelt: “*De verstrekte informatie is getrouw, nauwkeurig en oprecht en stelt de houders van effecten en het publiek in staat de invloed van de informatie op de positie, het bedrijf en de resultaten van de emittent te beoordelen.*”

met de aansprakelijkheid van de raad van bestuur, zij het dit keer niet wegens een schending van het W.Venn.⁷⁰⁷

Het voormelde Nederlands arrest inzake **Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters** biedt eveneens een mooi voorbeeld van de relevantie van de inhoud van een CG Statement. *In concreto*, had HBG in zijn jaarverslag volledig vrijwillig melding gemaakt van het feit dat de aandeelhouders ingeval van een belangrijke wijziging in de activa van de vennootschap “*‘geïnformeerd en betrokken’ in de algemene vergadering van aandeelhouders met de ondernemingsleiding van gedachten moeten kunnen wisselen*”⁷⁰⁸. De Ondernemingskamer achtte dat HBG, door de aandeelhouders enige inspraak te ontzeggen, zich “*niet [heeft] gehouden aan de eigen opvattingen over corporate governance [eigen onderlijning]*”⁷⁰⁹ en argumenteerde dat “*de wijze waarop een beursvennootschap als HBG in haar jaarverslagen, (...) verantwoording aflegt van en informatie verschaft over de door haar gemaakte beleidskeuzen (...) onder omstandigheden dusdanig gebrekkig [kan] zijn dat dit een handelen in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap oplevert*”⁷¹⁰ en “*tussen de Raad van Commissarissen en de Raad van Bestuur van HBG enerzijds en - een zeer aanzienlijk deel van - de aandeelhouders anderzijds een vertrouwensbreuk*”⁷¹¹ creëert. De Ondernemingskamer nam de woorden ‘wanbeleid’ meermaals in de mond. De Hoge Raad interpreteerde de woorden in de CG Statement echter anders en casseerde het vonnis want “*uit een en ander valt niet af te leiden dat HBG meent dat haar eigen opvattingen omtrent corporate governance nopen tot aanvaarding van de door de Ondernemingskamer aangenomen verplichte voorafgaande consultatie*”⁷¹². Volgens de Hoge Raad heeft de Ondernemingskamer m.a.w. de CG Statement van HBG niet goed begrepen, doch aan de uiteindelijke ‘incidenteel’ bindende werking van de vrijwillig opgestelde CG Statement raakt de Hoge Raad niet.

⁷⁰⁷ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 517

⁷⁰⁸ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 4.2.4 (i), <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>

⁷⁰⁹ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 4.2.4 (i), <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>

⁷¹⁰ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 6.8.2, <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>; E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 517

⁷¹¹ Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 4.2.4 (i), <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>

⁷¹² Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, punt 6.6.2, <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>

b. Statutaire keuze van de aandeelhouders om CG Statement in jaarverslag te laten publiceren

“Wanneer de vennootschap zelf uitdrukkelijk verklaart de code toe te passen, verbindt zij zich daartoe t.a.v. haar aandeelhouders en de markt”⁷¹³ op statutaire wijze, hoewel zij hiertoe tot de omzetting van Richtlijn 2006/46 in de regel niet toe verplicht is. “By writing these rules into the articles, they become part of the contractual relation between the company and its board members, become legally relevant and hence allow enforcement through existing internal company rules.”⁷¹⁴ De afdwinging ervan gebeurt ofwel door het *ad nutum* ontslag van de bestuurders of op basis van art. 528 W.Venn. dat hen (hoofdelijk) aansprakelijk stelt voor het niet nakomen van ofwel, een in de statuten vermeld *corporate governance*-resultaatsverbintenis zoals het niet instellen van een statutair beloofd benoemingscomité, ofwel, voor een aan het bestuur marginaal toerekenbare fout in de nakoming van een vooraf vermelde *corporate governance*-middelenverbintenis zoals het niet naleven van een voordien uitgestippeld statutair remuneratiebeleid.⁷¹⁵

Wat de gevolgen kunnen zijn om **statutair te verwijzen naar een CG Statement** waarvan men belooft de inhoud te zullen naleven, heeft FORTIS SA/NV in de voorbije zes maanden aan de lijve kunnen ondervinden. In eerste aanleg werden op 13 oktober 2008 door verschillende aandeelhoudersverenigingen twee kortgedingprocedures ter schorsing van de reeds bekende besluiten van de raad van bestuur inzake de overdracht van belangrijke onderdelen van de activa van FORTIS SA/NV aan de Nederlandse Staat, de Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij en BNP Paribas voor de Brusselse rechtbank van koophandel ingeleid. Zowel in de zaak **J.-P A. e.a. / NV Fortis**⁷¹⁶ als **CVBA Deminor International e.a. / NV Fortis**⁷¹⁷ werd door de aandeelhouders geopperd dat ze omwille van de omvang van de transacties geraadpleegd dienden te worden in een buitengewone algemene vergadering en dat de beslissingen aan de bevoegdheid van de raad van bestuur dienden te worden onttrokken.⁷¹⁸ De residuaire bevoegdheid inzake de beslissingsmacht binnen de

⁷¹³ H. LAGA, en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 617

⁷¹⁴ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 9-10

⁷¹⁵ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 9

⁷¹⁶ KG Kh. Brussel 18 november 2008, J.-P A. e.a. / NV Fortis, NV Federale Participatie-en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 688

⁷¹⁷ KG Kh. Brussel 18 november 2008, CVBA Deminor International e.a. / NV Fortis, in aanwezigheid van NV Federale Participatie-en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 699

⁷¹⁸ L. BOVE en M. SEPHIHA, “Ping An zet druk op Fortis”, *De Tijd* 14 november 2008, 1; De residuaire bevoegdheid inzake de beslissingsmacht binnen de vennootschap ligt bij het bestuur als collegiaal orgaan, doch

vennootschap ligt bij het bestuur⁷¹⁹ als collegiaal orgaan⁷²⁰, doch kan statutair beperkt worden.⁷²¹ De vraag die zich in het Fortis-vonnis ondermeer stelt is de geldigheid van een statutaire doorverwijzing naar een CG Statement die zelf de bevoegheden inzake de overdracht van belangrijke activa van Fortis aan de aandeelhouders overlaat, doch zelf geen legitimiteit van de aandeelhouders meedraagt, daar ze elk jaar door het bestuur informeel gewijzigd kan worden. De eisers stoelden deze quasi-statutaire bevoegdheidsbeperking op art. 14, (a) van de statuten van NV FORTIS dat stelde: “*de Raad van Bestuur voert overleg en beslist volgens de regels van het Fortis Governance Statement dat van tijd tot tijd wordt aangepast in overeenstemming met de hierin vastgelegde bepalingen*”⁷²² en beriepen zich aaneensluitend op artikel II.3.2 van diezelfde CG Statement dat poneerde: “*de onderwerpen die ter besluitvorming worden voorgelegd aan de Algemene Vergaderingen van Aandeelhouders omvatten onder andere: (...) beslissingen die zo verstrekkend zijn dat ze de identiteit van de Vennootschap veranderen, met inbegrip van, maar niet beperkt tot: – overdracht aan een derde partij van een belangrijk deel van Fortis, of één van haar dochtermaatschappijen, zodanig dat Fortis zou stoppen met haar activiteiten in hetzij het verzekeringsbedrijf dan wel het bankbedrijf; – overname of desinvestering door Fortis, of een dochtermaatschappij, van een belang in het kapitaal van een onderneming, resulterend in een stijging of vermindering van meer dan een derde van het kernvermogen van Fortis zoals bekendgemaakt in de meest recente Jaarrekeningen van Fortis.*”⁷²³ De voorzitter van de rechtbank besloot echter “*que le FORTIS GOVERNANCE STATEMENT n’a pas prima facie de valeur normative (...) et qui a pour vocation d’être un document de référence décrivant les “standards”, principes et pratiques de gouvernance d’entreprise que le Conseil d’administration se propose de suivre, il est unanimement admis que de telles chartes ne contiennent que des dispositions de soft law, c’est-à-dire des principes directeurs ou normes de conduite qui ne revêtent nullement le même caractère obligatoire ou contraignant que des*

kan statutair beperkt worden. De vraag die zich in het Fortis-arrest ondermeer stelt is de geldigheid van een statutaire doorverwijzing naar een CG Statement die de bevoegheden inzake de overdracht van belangrijke activa van Fortis aan de aandeelhouders overlaat, doch zelf geen legitimiteit van de aandeelhouders meedraagt, daar ze elk jaar door het bestuur informeel gewijzigd kan worden.

⁷¹⁹ Art. 522, §1, eerste lid W.Venn.

⁷²⁰ Art. 521, eerste lid W.Venn.

⁷²¹ Art. 522, §1, tweede lid W.Venn. regelt deze bevoegdheidsverdeling en stelt: “*De bevoegdheden van de raad van bestuur kunnen door de statuten worden beperkt. Zodanige beperking kan, evenmin als de eventuele verdeling van de taken door de bestuurders overeengekomen, aan derden worden tegengeworpen, ook al is die beperking of verdeling openbaar gemaakt.*”

⁷²² FORTIS SA/NV, Statuten, 9,

http://www.holding.fortis.com/NL/Governance/media/pdf/Fortis_SANV_NL.pdf

⁷²³ FORTIS SA/NV, Fortis Governance Statement, 25 januari 2008, 16,

http://www.holding.fortis.com/nl/governance/media/pdf/fortis_governance_statement_NL.pdf

normes légales ou statutaires” [eigen onderlijning].⁷²⁴ Mevrouw DE TANDT wees er terecht op dat een CG Statement, omwille van de veranderlijke inhoud die de raad van bestuur eraan kan geven en de omzeiling van de formele procedure tot statutenwijziging die een inclusie ervan in de statuten met zich mee zou brengen, **niet dezelfde bindende werking heeft als een ‘echte’ statutaire bepaling** die dezelfde verbintenissen expliciet zou bevatten.⁷²⁵ Het verzoek tot het aanstellen van een *ad hoc*-bestuurder met als opdracht het organiseren van een extra algemene vergadering werd om deze redenen dan ook geweigerd.⁷²⁶

Het Hof van Beroep te Brussel, nog steeds zetelend in kortgeding, was een andere mening aangedaan en legde de nadruk op het binationaal karakter van de FORTIS-groep en onderstreepte de doelstelling van gelijke behandeling van de algemene vergaderingen van FORTIS SA/NV (België) en FORTIS NV (Nederland) in het dialogeren met de respectievelijke raden van bestuur. Het Hof argumenteerde dat de kennis door de ‘Belgische’ raad van bestuur van een Nederlandse wettelijke bepaling⁷²⁷, die ingeval van belangrijke overdrachten van activa de aandeelhouders de beslissingsbevoegdheid hierover geeft, mee gespeeld heeft in het opstellen van de CG Statement. *“Selon les vœux du ‘Statement’, qui vise notamment à organiser ‘le dialogue avec les actionnaires’ ces opérations devaient également être soumises à l’assemblée générale de Fortis NV/SA par le conseil d’administration.”*⁷²⁸ Zonder daadwerkelijk de ‘incidenteel’ bindende en normatieve status van de Fortis Governance Statement na haar opname in de statuten te onderschrijven,⁷²⁹ kwam het Hof *“prima facie, à la conclusion que les conseils d’administration ont pris les*

⁷²⁴ KG Kh. Brussel 18 november 2008, J.-P A. e.a. / NV Fortis, NV Federale Participatie-en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 693-694; KG Kh. Brussel 18 november 2008, CVBA Deminor International e.a. / NV Fortis, in aanwezigheid van NV Federale Participatie-en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 706; Zie ook C. BRÜLS, “L’ ‘intérêt social’ de Fortis? Une histoire à suivre” (noot onder KG Brussel 12 december 2008), *JLMB* 2009, 419; L.

BOVE, “Parket neemt verkoop Fortis op de korrel”, *De Tijd* 7 november 2008, 3

⁷²⁵ L. BOVE, “Regering ging haar boekje te buiten bij verkoop Fortis”, *De Tijd* 31 oktober 2008, 2; L. BOVE, “Procureur-generaal ontijnt proces-Fortis”, *De Tijd* 2 december 2008, 2; KG Kh. Brussel 18 november 2008, J.-P A. e.a. / NV Fortis, NV Federale Participatie-en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 694; KG Kh. Brussel 18 november 2008, CVBA Deminor International e.a. / NV Fortis, in aanwezigheid van NV Federale Participatie-en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 706

⁷²⁶ KG Kh. Brussel 18 november 2008, J.-P A. e.a. / NV Fortis, NV Federale Participatie-en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 699; KG Kh. Brussel 18 november 2008, CVBA Deminor International e.a. / NV Fortis, in aanwezigheid van NV Federale Participatie-en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 706

⁷²⁷ Art. 107a NBW

⁷²⁸ KG Brussel 12 december 2008, J.P. A. e.a. / NV Fortis, NV Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas e.a., *TRV* 2009, 83

⁷²⁹ C. BRÜLS, “L’ ‘intérêt social’ de Fortis? Une histoire à suivre” (noot onder KG Brussel 12 december 2008), *JLMB* 2009, 419

*décisions querellées en violation de l'article 14 a) des statuts et de l'article II.3.2*⁷³⁰ en beval de organisatie van de reeds beruchte buitengewone algemene vergadering van 11 februari 2009.⁷³¹ Door de CG Statement als **'schendbaar' te kwalificeren**, heeft het Hof als institutie van het formele recht, althans impliciet, enkele *"via zelfregulering ontwikkelde regels [...]'recht' genoemd"*.⁷³²

Enkel de repercussies voor de bestuurders en hun aansprakelijkheid worden door de schending van de statuten op basis van art. 528 W.Venn. beroerd, niet de reeds afgesproken - doch nipt door de aandeelhouders⁷³³ - afgekeurde transacties aangezien de geschonden statutaire bevoegdheidsbeperking van de raad van bestuur slechts *inter partes* werkt en niet *ultra vires*.⁷³⁴ Hoewel in deze uitspraak de bestuurdersaansprakelijkheid (nog) niet ter sprake kwam, is het duidelijk dat het Hof van Beroep aangeeft dat de inhoud van een vrijwillige CG Statement (éénzijdige wilsverklaring)⁷³⁵ net zoals het jaarverslag waarheidsgetrouw moet zijn. *"Het houdt juridisch [namelijk] geen steek dat een aandeelhouder een aandeel koopt op basis van statuten en een governance statement en dat dat vervolgens geen rechtsgeldig document zou zijn."*⁷³⁶ De aansprakelijkheid van het bestuur kan dan ook ingeval van foutieve informatie gevat worden wegens schending van art. 96 W.Venn. *in junctio* art. 528 W.Venn. (zie *supra*). Het feit dat er in het geval van FORTIS SA/NV statutair verwezen werd naar een reeds gepubliceerde CG Statement versterkt enkel de 'incidenteel' bindende werking ervan in de interne context van de vennootschap (contractuele relatie)⁷³⁷ en biedt een tweede houvast voor de aandeelhouders om bij valselijke verklaringen de aansprakelijkheid van het bestuur

⁷³⁰ KG Brussel 12 december 2008, J.P. A. e.a. / NV Fortis, NV Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas e.a., TRV 2009, 83

⁷³¹ In wederantwoord op dit arrest werd afgevraagd of het inzake de bevoegdheidsverdeling tussen raad van bestuur en algemene vergadering inzake dergelijke belangrijke transacties naar Nederlands voorbeeld *"het een raad van bestuur niet moet zijn toegelaten een verplichting - al is die opgelegd bij wet, gewoonte, statuten, reglementen of besluit - niet na te leven (bv. geen algemene vergadering bijeen te roepen en met een kleine minderheid van uitstaande aandelen te laten beslissen over een punt dat de identiteit van de vennootschap raakt) wanneer dit in de concrete omstandigheden, "onaanvaardbaar is naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid"*: Zie hierover Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis, Rapport préliminaire du collège d'experts, 10 april 2009, p. 106, nr. 371

⁷³² J. STAMHUIS, "Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscodes van Shell", *RdW* 2003, 15

⁷³³ X., "De Zaak Fortis: Van het arrest van 12 december 2008 tot de algemene vergadering van 11 februari 2009", TRV 2009, 157

⁷³⁴ Art. 522, §1, tweede lid W.Venn.; C. BRÜLS, "L' "intérêt social" de Fortis? Une histoire à suivre" (noot onder KG Brussel 12 december 2008, *JLMB* 2009, 422

⁷³⁵ H.LAGA en F. PARREIN, "Corporate governance, volstaat zelfregulering?" in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 617

⁷³⁶ DEMINOR, "Niet overtuigd van redenering", *De Tijd* 19 november 2008, 3

⁷³⁷ H.LAGA en F. PARREIN, "Corporate governance, volstaat zelfregulering?" in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 617

t.a.v. de vennootschap via art. 528 W.Venn. omwille van een schending van de statuten te vatten.

c. Wettelijke verplichting om CG Statement in jaarverslag te publiceren?

“Daarnaast zal de voornoemde geruisloze migratie ook in België nog versneld worden indien naar Nederlands voorbeeld de “*comply or explain*”-regel een dwingende wettelijke bepaling wordt.”⁷³⁸ Richtlijn 2006/46 zal in dit opzicht de aandeelhouders een stevigere houvast bieden⁷³⁹ doordat alle beursgenoteerde ondernemingen wettelijk verplicht worden een CG Statement te publiceren en te verwijzen naar een na te leven *corporate governance*-code.⁷⁴⁰ Let wel: het *comply or explain*-principe zal in voege blijven, zij het dit keer op bindende wijze, zodat men nog steeds ervoor kan kiezen de code niet na te leven mits het voorzien van een passende motivering. De Belgische wetgever is echter tot nu toe niet definitief opgetreden om deze Richtlijn 2006/46 om te zetten, hoewel luidens het wetsvoorstel MASSIN⁷⁴¹ van 25 november 2005, en het (nog steeds hangend) **wetsvoorstel DÉOM**⁷⁴² van 11 februari 2009, de vennootschap in de ‘bijlage aan haar statuten’ die bepalingen van een *corporate governance*-code moet aanwijzen waaraan ze zichzelf acht gebonden te willen zijn.⁷⁴³ De schending door het bestuur van deze bepalingen, naast de overtreding van de statuten zelf en het W.Venn., zou volgens dit voorstel een aparte (hoofdelijke) aansprakelijkheidsgrond voor de bestuurders o.b.v. art. 528 W.Venn. constitueren.⁷⁴⁴ Deze regeling verschilt met die van de Richtlijn doordat ze helemaal geen ruimte meer laat voor het bestuur om het *comply maar vooral explain*-principe toe te passen. Ze wordt gedwongen onmiddellijk een keuze te maken tussen enerzijds, de *corporate governance*-regels die ze zinnens is toe te passen en waarvan

⁷³⁸ H. LAGA, “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van corporate governance-aanbevelingen” in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus: Vriendenboek Raf Verstege*, Brugge, die Keure, 2004, 161

⁷³⁹ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 615

⁷⁴⁰ Art. 46bis, lid 1 Vierde Richtl. gewijzigd door Richtlijn 2006/46

⁷⁴¹ Voorstel van wet tot wijziging van artikel 528 van het Wetboek van vennootschappen teneinde de hoofdelijke aansprakelijkheid van de bestuurders van vennootschappen ook te doen gelden in geval van niet-naleving van een code inzake *corporate governance*, *Parl. St. Kamer 2005-2006*, Doc. 51, 2111/001, 9 dat art. 528 W. Venn. als volgt zag: “*De bestuurders zijn, hetzij jegens de vennootschap, hetzij jegens derden, hoofdelijk aansprakelijk voor alle schade die het gevolg is van overtreding van de bepalingen van dit wetboek, van de statuten van de vennootschap, dan wel van alle of een deel van de regels inzake corporate governance tot de naleving waarvan de vennootschap zich heeft verbonden.*”

⁷⁴² Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer 2008-09*, nr. 1805/1, 26

⁷⁴³ Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St. Kamer 2008-09*, nr. 1805/1, 10

⁷⁴⁴ E. LEROUX, “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV 2005*, 516

de niet-naleving haar aansprakelijkheid tot gevolg kan hebben en anderzijds, diegene die ze niet wil nakomen en waarvan de compliance volledig uitgehold wordt.

Nochtans zou een (doordachte) wettelijke omzetting in het W.Venn. voor de aandeelhouders het perspectief kunnen bieden om naast het geval van een onwaarachtige CG Statement ook de aansprakelijkheid van het bestuur te stoelen op art. 528 W.Venn. ingeval van niet-publicatie van de CG Statement of het verzuim een passende afwijkende verklaring te geven voor de niet-publicatie van enkele via *soft law* aanbevolen informatie zoals, bijvoorbeeld, het remuneratiebeleid. In de laatste twee gevallen zal de migratie door de rechter van *soft law* naar *hard law* niet meer nodig zijn en zal de **verdere juridisering van disclosure de monitoringkansen van de aandeelhouders drastisch kunnen verhogen**. De meest drastische bindende aanpak bestaat er echter in naar Amerikaans voorbeeld de CEO te verplichten een jaarlijkse *certification* (garantie) te geven dat de gegeven *corgo*-informatie waarheidsgetrouw is.⁷⁴⁵

3.3.4.4 *Corporate governance-disclosure: de forma legis ferenda*

Disclosure in de vorm van **richtlijnen en (omzettings)wetgeving** maakt het mogelijk opdat de aandeelhouders niet automatisch zouden moeten grijpen naar de *Wall Street-Rule* om hun ongenoegen duidelijk te maken, maar verschillende aansprakelijkheidsgronden tot hun beschikking zouden hebben. Elke beleidsverandering van het bestuur kan dan nog stringenter getoetst worden – door een markttoezichthouder of de aandeelhouders in hun *monitoringrol* - aan de *best practices* in de overkoepelende sector, iets wat het EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM reeds benadrukte inzake het *disclosen* van het remuneratiebeleid en de individuele vergoedingen van bestuurders.⁷⁴⁶ Ook anderen zijn van mening dat “*where it is decided that disclosure makes sense, companies should not have the option of explaining*

⁷⁴⁵ § 302 Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes, Congress of the United States of America (Sarbanes-Oxley-Act), H.R. 3763, www.findlaw.com, 32-33 stelt o.a.: “*the principal executive officer or officers (...) certify in each annual or quarterly report filed or submitted under either such section of such Act that (...) (4) the signing officers (...) (B) have designed such internal controls to ensure that material information relating to the issuer and its consolidated subsidiaries is made known to such officers by others within those entities, particularly during the period in which the periodic reports are being prepared (...) (6) the signing officers have indicated in the report whether or not there were significant changes in internal controls or in other factors that could significantly affect internal controls subsequent to the date of their evaluation, including any corrective actions with regard to significant deficiencies and material weaknesses.*”; R. KRAAKMAN, “Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay” in G. FERRARINI, K.J. HOPT, J. WINTER en E. WYMEERSCH (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 108

⁷⁴⁶ European Corporate Governance Forum, Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 maart 2009, p. 1, nr. 5

why they do not disclose certain information”⁷⁴⁷. Het is namelijk zeer verleidelijk voor bestuurders om ervoor te kiezen slecht nieuws niet mede te delen om hun job of vergoeding niet nodeloos op de helling te zetten.⁷⁴⁸ In dit verband kunnen de kredietinstellingen als voorbeeld dienen aangezien van hen op dwingende wijze wordt vereist een transparante organisatiestructuur met een “*duidelijk omschreven, transparant en samenhangend geheel van verantwoordelijkheidstoewijzingen*”⁷⁴⁹ aan de CBFA mede te delen alvorens een *banking licence* te verkrijgen.

Aangezien de regels i.v.m. het jaarverslag bovendien reeds (schijnlijk)⁷⁵⁰ geharmoniseerd waren en het de wens was van de Europese regelgever om de CG Statement ook bindend in het jaarverslag van beursgenoteerde ondernemingen te laten opnemen,⁷⁵¹ was er geen andere mogelijkheid om de Vierde en Zevende Richtlijn te wijzigen dan d.m.v. een op zijn minst secundair EG-rechtsinstrument, bij voorkeur een richtlijn.⁷⁵²

Bovendien kan men zich de vraag stellen of er nog wel een verschil in motivatie bestaat tussen het bindend reguleren van de boekhoudkundige transparantievereisten (Vierde en Zevende Richtlijn) die eind de jaren '70 stelselmatig leidde tot de ‘schijn’harmonisatie van de *financial reporting* ten gunste van de schuldeisers (cfr. het derde agency-probleem tussen vennootschap en crediteurs)⁷⁵³, enerzijds, en de Europese tendens van het verschaffen van bindende maar ook niet-bindende *corporate governance*-informatie (Transparantierichtlijn, Richtlijn 2007/36, Richtlijn 2006/46, Aanbeveling 2005/162, Aanbeveling 2004/913) ten voordele van de (minderheids)aandeelhouders, anderzijds. Waarom zouden bij wijze van voorbeeld aandeelhouders als eigenaars van het bedrijf minder ‘recht’ mogen hebben op informatie aangaande het remuneratiebeleid dan schuldeisers betreffende de hoeveelheid schulden van de vennootschap? Dat solvabiliteitsratio's voor schuldeisers cruciaal zijn voor

⁷⁴⁷ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 24

⁷⁴⁸ R. KRAAKMAN, “Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay” in G. FERRARINI, K.J. HOPT, J. WINTER en E. WYMEERSCH (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 100

⁷⁴⁹ Art. 20, §2 Wet 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen, BS 19 april 1993

⁷⁵⁰ K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *TRV* 2006, 80

⁷⁵¹ EAP, 15

⁷⁵² Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen en de geconsolideerde jaarrekening, 27 oktober 2004, nr. COM 2004/725 def., 7

⁷⁵³ K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *TRV* 2006, 81

het inschatten van de betrouwbaarheid van de medecontractant doet niets af aan het feit dat ondeugdelijk bestuur zowel voor *shareholder* als *stakeholder* gevaarlijk kan zijn. Het verschil in behandeling betreffende de **bindende schuldeiserbescherming en de (deels) niet-bindende (minderheids)aandeelhouderbescherming** respectievelijk gaat dus niet meer op.

Er valt echter ook veel te zeggen voor een minder indringende aanpak inzake *corporate disclosure*. Een niet-bindende *comply or explain*-aanpak stelt ondernemingen namelijk maximaal in staat “om aan sector- en bedrijfsspecifieke eisen te voldoen, en de markten om de verstrekte verklaringen en motiveringen te beoordelen.”⁷⁵⁴ Het niet prijsgeven van concurrentiegevoelige informatie kan bovendien uitermate belangrijk zijn voor de toekomst van een bedrijf om haar troeven in eigen handen te houden en het risico niet te lopen *hostile takeover bids* uit te lokken. De uiteindelijk **kost van het disclosen zou op lange termijn** veel hoger kunnen liggen dan de minderwaarde op de beursprijs van het aandeel die de aandeelhouders op korte termijn omwille van het gebrek aan informatie zullen aanrekenen.⁷⁵⁵

Maar, “*enforcement is always the crucial element in the controversy about the choice for self regulation rather than for state regulation.*”⁷⁵⁶ De overschakeling naar een bindend *comply or explain*-principe voor de doeleinden van transparantie heeft bij nader inzien minder baanbrekende veranderingen tot gevolg dan men op het eerste zicht zou veronderstellen. Toegegeven: de *monitoringscapaciteit* van de aandeelhouders zal toenemen, maar aan de *compliance* van de beursgenoteerde ondernemingen zal niet zoveel veranderen. Aan ondernemingen wordt via een bindend *comply or explain* nog steeds de mogelijkheid gegeven om risicovrij bepaalde niet in wetgeving omgezette transparantieaanbevelingen niet na te leven op voorwaarde hier een passende verklaring voor aan te bieden.⁷⁵⁷ M.a.w. **niet de naleving van de transparantieaanbevelingen zal toenemen, doch wel het aantal afwijkende verklaringen**. KRAAKMAN wijst er terecht op dat zelfs ingeval van bindende disclosureregulering, “*there is an irreducible element of discretion in disclosure that will always allow corporate insiders leeway in deciding how much information to reveal, while*

⁷⁵⁴ Considerans 4 Aanbeveling 2005/162

⁷⁵⁵ R. KRAAKMAN, “Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay” in G. FERRARINI, K.J. HOPT, J. WINTER en E. WYMEERSCH (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 100-101

⁷⁵⁶ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 5

⁷⁵⁷ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 23

*still complying with the letter of disclosure rules.*⁷⁵⁸ Anno 2007, “*the majority of Member States make it an obligation for listed companies to publish an annual corporate governance statement, however, compliance with corporate governance codes remains a matter of best practice in many Member States*”⁷⁵⁹ zodat moeilijk gesteld kan worden dat art. 46bis Vierde Richtlijn althans in die Lid-Staten⁷⁶⁰ voor veel nieuws zal zorgen.

3.4 Naar een Europese Corporate Governance Code...?

Door de toenemende rol van institutionele investeerders en de stijgende vraag naar een hogere graad van integratie van *corporate governance*-regels, zogenaamde “*European Guidelines of Good Practice*”⁷⁶¹, wordt de meerwaarde van een mogelijke European Corporate Governance Code (hierna ECGC) fel bediscussieerd.⁷⁶² Dergelijke code kan het voordeel hebben dat ze een **gestructureerd geheel aan gedragsregels** en procedures kan voorschrijven en toch voldoende flexibel kan blijven om ruimte te laten voor variatie en natuurlijke selectie.⁷⁶³

Er zijn echter nogal wat nadelen. “*Er is vooreerst de vaststelling dat in haast alle Europese landen gekozen wordt voor niet-bindende aanbevelingen en dat deze diverse codes bovendien opvallende gelijkenissen vertonen*”⁷⁶⁴ en waar er toch nog verschillen zijn, kan het wettelijk

⁷⁵⁸ R. KRAAKMAN, “Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay” in G. FERRARINI, K.J. HOPT, J. WINTER en E. WYMEERSCH (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 112

⁷⁵⁹ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 56, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁷⁶⁰ Het gaat in het bijzonder over Oostenrijk, Denemarken, Duitsland, Finland, Hongarije, Italië, Ierland, Litouwen, Malta, Nederland, Polen, Zweden, Slovenië, Slovakije en het Verenigd Koninkrijk : Zie Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 11-12, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁷⁶¹ L. CORNELIS en A. FRANCOIS, “De doorwerking van komende Europese regelgeving in het vennootschapsrecht: Europese beïnvloeding van de Belgische Corporate Governance”, *RW* 1995-96, 1187

⁷⁶² H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 26

⁷⁶³ J. RICKFORD, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 464

⁷⁶⁴ H. LAGA, “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van corporate governance-aanbevelingen” in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus: Vriendenboek Raf Versteegen*, Brugge, die Keure, 2004, 160; EAP, 13; K. LANNOO, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER en E. LOESBERG, *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 155

verankerd *comply or explain*-principe redding brengen.⁷⁶⁵ Waar LAGA meent dat deze **eensgezindheid net een pleidooi vóór een ECGC vormt**,⁷⁶⁶ is het EAP na een studie in januari 2002⁷⁶⁷ unaniem van het idee een ECGC te introduceren afgestapt. Er werd geargumenteed dat, ten eerste, dergelijke ECGC het deugdelijk bestuur in de EU niet aanzienlijk zou kunnen versterken gezien de noodzaak om de inhoud ervan zo breed mogelijk te maken opdat rekening gehouden kan worden met uiteenlopende nationale standpunten en opties,⁷⁶⁸ bijvoorbeeld inzake het aantal onafhankelijke bestuurders in een al dan niet monistisch of dualistische raad van bestuur. In het alternatief zou de inhoud uiterst complex moeten zijn om ervoor te zorgen dat nationale uitzonderingen ten volle aan bod kunnen komen.⁷⁶⁹ Ten tweede zijn vele van de *corporate governance*-regels niet eens geformuleerd in nationale *corporate governance*-codes, maar in talloze afwijkende nationale wetgeving, wat de ECGC een druppel op een hete plaat zou maken. Ten derde wijst het EAP op de harmoniserende werking van reeds bestaande internationale principes zoals de OESO Corporate Governance-beginselen van 2004.⁷⁷⁰ Ten vierde achten ook de emittenten en beleggers in de EU het **vanuit een grensoverschrijdend, kostenbesparend oogpunt niet noodzakelijk** een ECGC te hebben.⁷⁷¹ “*European companies are able to choose their governance model by moving their place of incorporation.*”⁷⁷² Ten vijfde valt de kwaliteit van de implementatie van de Lid-Staten van dergelijke ECGC te betwijfelen. “*Confinement to the adoption of resolutions and codes of conduct will in fact detract from the effectiveness of Community action, by allowing Member States to pick and choose what rules to implement, and whether they want to implement them at all.*”⁷⁷³

⁷⁶⁵ EAP, 14; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 615

⁷⁶⁶ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 615; H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 25

⁷⁶⁷ Weil, Gotshal & Manges LLP, Comparative Study of the Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States, January 2002, 107 p.,

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf

⁷⁶⁸ EAP, 14

⁷⁶⁹ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 25

⁷⁷⁰ EAP, 14

⁷⁷¹ EAP, 13

⁷⁷² H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 27

⁷⁷³ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 259

Tenslotte, stelt zich de vraag of na de golf van richtlijnen en aanbevelingen die de EG de laatste zeven jaar heeft uitgevaardigd de nood nog wel hoog genoeg is om de aanwezigheid van een ECGC *überhaupt* te rechtvaardigen. Thans, voor de minderheidsaandeelhouders zijn **reeds talloze harmoniserende initiatieven** genomen om hen te beschermen tegen de neiging van referentieaandeelhouders tot *private benefit extraction*. Zo garandeert de Transparantierichtlijn reeds de bekendmaking van participaties boven 5%, moeten CEMs bij een *takeover bid* volgens de Overnamerichtlijn geopenbaard worden, kunnen (minderheids)aandeelhouders bij de gratie van Richtlijn 2007/36 per *proxy* én elektronisch (*cross-border*) stemmen, vragen stellen, punten agenderen en de stemmingsresultaten van de algemene vergadering op de bedrijfswebsite raadplegen, bindt de Vierde Richtlijn de strijd aan tegen groepsgebonden belangenconflicten door ‘verdachte’ intra-groepstransacties verplicht te laten publiceren en verschaft Aanbeveling 2005/162 onafhankelijkheidscriteria voor niet-uitvoerende bestuurders, stelt het aantal onafhankelijken per raad van bestuur vast en scheidt het de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur. Enkel wat betreft het ISIV-principe, de transparantievereiste van CEMs in overnameluwte en de *disclosure*-plicht van ICBs betreffende hun stemgedrag, wordt tot dusver in alle talen gezwegen. Een aparte ECGC aannemen louter en alleen om deze principes in de EU te introduceren, zou de proportionaliteitstoets van art. 5 EG-Verdrag niet doorkomen zodat voor elk van deze voorstellen een minder omvangrijke Europese Aanbeveling volstaat (zie *supra*). “*One of the reasons the Council has recourse to recommendations in particular is because it considers the adoption of (binding but also non-binding) harmonisation measures not opportune.*”⁷⁷⁴

Ten behoeve van alle aandeelhouders in het bewaken van het vennootschapsbelang tegen misbruiken van het bestuur werden gelijkaardige harmonisatiemaatregelen genomen. Zo verduidelijkt Aanbeveling 2005/162 de modaliteiten waaronder een benoemingscomité en remuneratiecomité dienen te werken, de mate waarin zij onafhankelijk dienen te functioneren, en benadrukt ze de relevantie van individuele ervaring en *Sachkenntnisse* in de bemanning van het bestuur, verzoekt Aanbeveling 2004/913, samen met de twee nieuwe Aanbevelingen van 29 april 2009, het remuneratiebeleid transparant te maken en aandeelhouders maximaal en op zijn minst over de aandelengerelateerde vergoedingen inspraak te verlenen en dwingt Richtlijn 2006/46 beursgenoteerde vennootschappen via een jaarlijks CG Statement

⁷⁷⁴ L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 198

transparantie te verschaffen over al de domeinen die hun nationale *corporate governance*-code van hen verlangt.

Het valt bovendien af te wachten of art. 46bis Vierde Richtlijn via de verplichting om in het CG Statement door te verwijzen naar een, d.m.v. een bindend *comply or explain*-principe na te leven, nationale *corporate governance*-code een ECGC met een slechts ‘vijwillige’ *comply or explain*-principe niet volkomen overbodig zou maken. Het coördinerend effect dat deze regeling in de toekomst (lees: na de omzetting ervan door de Lid-Staten) op nationale *corporate governance*-codes zal hebben, valt zeer moeilijk in te schatten. Sommigen vrezen voor een **inhoudelijke race to the bottom**, veroorzaakt door een intense *state competition*.⁷⁷⁵

Hoewel deze wedloop ook (negatieve) harmoniserende effecten heeft,⁷⁷⁶ kan geopperd worden de inhoud van *corporate governance*-aanbevelingen te vrijwaren door via een positieve (minimum)harmonisatie⁷⁷⁷ preventief een ECGC op poten te stellen. Maar “*good corporate governance codes may remain powerless as long as there is no real requirement to "comply or explain"*”⁷⁷⁸. Daarom zou art. 46bis Vierde Richtlijn met **zijn bindend *comply or explain*-principe naar de top-down geïnspireerde ECGC ter naleving kunnen doorverwijzen** i.p.v. naar de *bottom-up* nationale *corporate governance*-codes.⁷⁷⁹ Het wettelijk karakter van het principe valt namelijk makkelijker te verwezenlijken bij een omvattendere geheel aan normen in een code dan bij losstaande aanbevelingen waarvoor het principe steeds een aparte wettelijke basis zou vereisen.⁷⁸⁰ Doch, zelfs in dit geval, wordt gesteld dat ook de inhoud van de ECGC omwille van zijn compromiterende inhoud zal leiden

⁷⁷⁵ K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *TRV* 2006, 82

⁷⁷⁶ EAP, 10

⁷⁷⁷ K. GEENS, “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *TRV* 2006, 82

⁷⁷⁸ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 9, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf

⁷⁷⁹ Vroeger werd als alternatief voor een ECGC voorgesteld om een mogelijk privé-initiatief van een 15 à 20 beursgenoteerde ondernemingen op te zetten waarbij ze zelf een ECGC op zouden stellen, naleven en de *compliance* ermee publiceren in hun jaarverslag. Zie in dit verband: K. LANNON, “Corporate Governance in Europees perspectief” in S.C.J.J. KORTMANN, N.E.D. FABER en E. LOESBERG, *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 166

⁷⁸⁰ L. VAN DEN BERGHE, “Het Corporate Governance debat vanuit internationaal perspectief” in INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate Governance- Het Belgisch perspectief*, Antwerpen-Groningen, Intersentia Rechtswetenschappen, 1998, 23; H. LAGA, “Flexibiliteit in het vennootschappenrecht” in B. TILLEMANN en A. VERBEKE, *Actualia vermogensrecht : Liber Alumnorum KULAK als hulde aan Prof. Dr. Georges Macours*, Brugge, die Keure, 2005, 444

tot een *race to the bottom* in de onderhandelingen voor de ECGC zelf en dat voor belangrijke *corporate governance*-aanbevelingen slechts een ‘kleinste gemene deler’ onderhandeld zal worden i.p.v. de *best practice*.⁷⁸¹

In concreto, lijkt de coördinerende Richtlijn 2006/46 dan ook de meest realistische keuze te zijn i.p.v. dan een harmoniserende aanbeveling in de vorm van een ECGC. Hoewel het vooruitzicht, doch niet het instrument, minder ambitieus is, kan deze minder naïeve benadering op lange termijn mogelijkwijze tot een effectievere harmonisatie komen.⁷⁸²

⁷⁸¹ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 25

⁷⁸² R. BARENTS en L.-J. BRINKHORST, *Grondlijnen van Europees Recht*, Deventer, W.E.J. Tjeenk Willink, 2001, 421-423; L. SENDEN, *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 179

4 Besluit

“Deugdelijk bestuur gaat over de manier waarop je in een bedrijf de taken verdeelt en de verantwoordelijkheden vastlegt.”⁷⁸³ In het verleden, maar ook nu nog, ging men ervan uit dat bindende, *top-down* overheidsregulering het laatste is op wie men hiervoor een beroep wil doen⁷⁸⁴ en het aan de aandeelhouders moest worden overgelaten om de structurele keuzes i.v.m. het bestuur vast te leggen.⁷⁸⁵ Meer en meer echter wordt zelfregulering dood geacht en weerklinkt de lokroep van *hard law à la* Sarbanes-Oxley steeds sterker in de wandelgangen van het parlement⁷⁸⁶, de bijzondere onderzoekscommissies belast met het onderzoek naar de financiële en economische crisis⁷⁸⁷, de rechtsliteratuur⁷⁸⁸ en *last but not least*: de pers⁷⁸⁹. “Een benadering die uitgaat van een zelfregulerende markt en die uitsluitend gebaseerd is op niet-bindende aanbevelingen, zal niet toereikend zijn om de toepassing van deugdelijke corporate governance-praktijken te garanderen. Een aantal regels horen thuis in het Wetboek van Vennootschappen.”⁷⁹⁰

De indruk mag echter niet gewekt worden alsof de keuze tussen *hard* of *soft law* er één is die zwart-wit gemaakt kan worden. *Corporate governance* bestrijkt een heel gamma aan verscheidene deelproblemen die overigens niet alleen meer door louter vennootschapsrecht

⁷⁸³ W. DE BROECK, “Voorvechter van deugdelijk bestuur Karel Boone benadrukt verantwoordelijkheid van aandeelhouders”, *De Tijd* 15 november 2008, W6

⁷⁸⁴ W. DE BROECK, “Voorvechter van deugdelijk bestuur Karel Boone benadrukt verantwoordelijkheid van aandeelhouders”, *De Tijd* 15 november 2008, W6

⁷⁸⁵ J. WINTER, “Speech: Moving forward EU Corporate Governance and Company Law”, Leuven, 9 januari 2009

⁷⁸⁶ Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St.* Kamer 2008-09, nr. 1805/001, 8

⁷⁸⁷ Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis, Rapport préliminaire du collège d’experts, 10 april 2009, p. 117, nr. 389

⁷⁸⁸ H. LAGA, “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van corporate governance-aanbevelingen” in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus: Vriendenboek Raf Verstegen*, Brugge, die Keure, 2004, 159; J. WINTER, “Speech: Moving forward EU Corporate Governance and Company Law”, Leuven, 9 januari 2009

⁷⁸⁹ K. VAN HAMME, “Georges Ugeux, bekendste Belg op Wall Street, verklaart zelfregulering bankiers dood”, *De Tijd* 4 november 2008, 17

⁷⁹⁰ H. LAGA, “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van corporate governance-aanbevelingen” in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus: Vriendenboek Raf Verstegen*, Brugge, die Keure, 2004, 161; H. LAGA, “Flexibiliteit in het vennootschapsrecht” in B. TILLEMEN en A. VERBEKE, *Actualia vermogensrecht: Liber Alumnorum KULAK als hulde aan Prof. Dr. Georges Macours*, Brugge, die Keure, 2005, 446

geregeld worden, maar evenzeer beïnvloed zijn door het kapitaalmarktrecht.⁷⁹¹ “*Governance is the product of many influences, part of them rooted in the law, others in tradition, best practices and codified conduct of business rules, while some be laid down in the companies articles of association, in contractual arrangements, and any other source of law.*”⁷⁹²

Betreffende het eerste agency-probleem tussen minderheidsaandeelhouders en referentieaandeelhouders die d.m.v. *private benefit extraction* zichzelf of andere verbonden vennootschappen trachten te bevoordelen, werd de versterking van de *market for corporate control* als primaire oplossing bevonden. Buiten het *mandatory takeover bid*, waarvan het positief effect op de *shareholder value* en de *market for corporate control* betwist wordt, heeft de supranationale regelgever zich hierover nog niet al te sterk noch bindend uitgesproken. Het proportionaliteitsbeginsel (1SIV) kwam nooit tot een bindende harmonisatie waardoor het te overwegen valt de *market for corporate control* te stimuleren door het 1SIV-principe te incorporeren in een Europese, niet-bindende Mededeling of Aanbeveling, die door het Hof van Justitie in navolging van haar *golden shares*-rechtspraak benut zou kunnen worden in haar interpretatie van de vrijheid van kapitaal en de negatieve harmonisatie van het verbod op CEMs. In het Europa van 27 dat meer en meer geconfronteerd wordt met politieke patstellingen in het gebied van vennootschaps- en financieel recht, wordt de voorkeur voor een *soft law*-methode echter verlaten doordat men in de reeds genomen EU-maatregelen inzake aandeelhouderactivisme en minderheidsaandeelhouderbescherming voldoende alternatieven ziet.⁷⁹³ Desalniettemin, dient in ieder geval voldoende transparantie verleent te worden aan het gebruik van CEMs door disproportionele aandeelhouders zoals reeds het geval is betreffende piramidestructuren, belangrijke deelnames en CEMs ten tijde van een overname.

Als subsidiaire oplossing werd vooropgesteld de rechten van de minderheidsaandeelhouders te versterken inzake het uitoefenen van hun stemrecht en hun controle op de

⁷⁹¹ C. KIRCHNER, “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 341

⁷⁹² E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 19-20

⁷⁹³ Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 36, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf; D. WEBER-REY, “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 406; European Corporate Governance Forum Working Group, Paper on Proportionality, Juni 2007, 27-28

onafhankelijkheid van het bestuur t.o.v. de referentieaandeelhouder. Hierbij werd voor het grootste deel voorrang gegeven aan *hard law*, zij het in variaties. De (groeps)belangenconflictenprocedure werd Europees en nationaal als sluitstuk van de minderheidsaandeelhoudersbescherming expliciet met dwingend recht gereguleerd. Voorts, kondigde de Richtlijn 2007/36 geen structurele wijzigingen aan, buiten enkele marginale wijzigingen inzake de oproepingstermijnen voor een algemene vergadering en de louter aanvullende regeling betreffende de introductie van moderne technologieën. Waar ze dat toch trachtte te doen, werd de regeling, ofwel uitgehold zoals bij het agenderingsrecht waarvan de drempel van 5% voor de meeste institutionelen nog steeds te hoog ligt en het vraagrecht dat de bestuurders nog steeds toelaat te zwijgen in het ‘belang van de vennootschap’, ofwel herhaald, zoals i.v.m. het *proxy-voting right* dat althans voor België reeds lange tijd bestond. Met de Auditrichtlijn kwam er echter een mini-doorbraak inzake de onafhankelijkheid van het bestuur, aangezien minstens één onafhankelijk niet-uitvoerend bestuurder opgenomen diende te worden in een dwingend te installeren auditcomité in beursgenoteerde ondernemingen. België ging zelfs een stap verder en vormde alle niet-bindende onafhankelijkheidscriteria van de oude Code Lippens (samen met de criteria die reeds in de W.Venn. zaten) om in het bindende art. 526ter W.Venn. Hieraan is niet enkel de wettelijk verplichte onafhankelijke bestuurder onderworpen, maar ook alle bestuurders die de raad van bestuur acht onafhankelijk te zijn en dit ook zo aan haar aandeelhouders communiceert.

Aangaande het tweede agency-probleem tussen de aandeelhouders als verenigde groep en de individuele bestuurders die d.m.v. *private benefit extraction* persoonlijke belangen trachten na te streven, is de laatste twee decennia een opmerkelijke verharding van de regelgeving opgetreden,⁷⁹⁴ al dan niet ten koste van de flexibiliteit van ondernemingen om hun eigen *governance*-beleid vorm te geven.⁷⁹⁵ Met uitzondering van de nationaal geregelde, bindende belangenconflictenprocedure, waren *corporate governance*-problemen zoals het onduidelijk remuneratiebeleid en het gebrek aan *organisational transparency* voorheen voorbehouden aan *soft law*-instrumenten. Richtlijn 2006/46 heeft echter het startschot gegeven om beursgenoteerde ondernemingen te verplichten een CG Statement met daarin bestuursinformatie als bijlage aan het jaarverslag bekend te maken. Hoewel België deze regel (nog) niet heeft omgezet, dient een vrijwillig uitgevaardigd CG Statement net zoals het

⁷⁹⁴ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 3

⁷⁹⁵ E. WYMEERSCH, “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 19-20

jaarverslag zelf waarheidsgetrouw te zijn op straffe van aansprakelijkheid van het bestuur. Hetzelfde geldt als men statutair doorverwijst naar een CG Statement en de hierin gemaakte beloftes niet nakomt (cfr. FORTIS). Ter nakeuring van de inhoud van dergelijke Statement, werd aangetoond dat het bestuur niet *per se* geschikt is om haar eigen communicatie aan de aandeelhouders objectief te beoordelen zonder de wettelijk, bindende garantie dat minstens de meerderheid van het bestuur onafhankelijk is. Daar de CBFA zich bovendien met ‘belangrijkere’ dingen heden ten dage moet bezighouden, blijven enkel de aandeelhouders over om de inhoud van de CG Statement te toetsen en te *monitoren*. Zij kunnen de ‘valse’ CG Statement gebruiken om de aansprakelijkheid van het bestuur te vatten, waardoor de *soft law*-aanbeveling om transparant te zijn inzake bestuur, die de onderneming beloofd heeft na te leven, plots ‘incidenteel’ bindende werking verkrijgt.

De vennootschap moet volgens Richtlijn 2006/46 eveneens een nationale *corporate governance*-code opgeven waarvan de naleving nagestreefd wordt a.d.h.v. een - voorheen niet-bindend en nationaal geregeld, maar nu - Europees en bindend geformuleerd *comply or explain*-principe. Afwijkende verklaringen blijven m.a.w. nog steeds mogelijk wat een effectieve *compliance* drastisch ondermijnt. Het niet naleven van aanbevelingen zoals het medebeslissingsrecht van de aandeelhouders is de individuele remuneratie van bestuurders, het meerderheidsaantal onafhankelijken in de raad van bestuur en de scheiding van de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur kunnen op geen enkele wijze afgedwongen worden, doch kunnen soms in de marge meespelen in de al dan niet kennelijke schending van de zorgvuldigheidsnorm door het bestuur, al weze terughoudendheid hierin uiterst geboden. *Corporate governance*-codes kunnen dan quasi-geruisloos ‘incidenteel’ bindende werking verkrijgen (cfr. migratie van *soft law* naar *hard law* door de rechter). De aandeelhouders rest natuurlijk wel nog het ultieme middel van het *ad nutum* ontslag van de bestuurders. Omwille van de lage afdwingbaarheid van dergelijk *corporate governance*-suggesties dient alleszins gepleit te worden voor de juridisering van de transparantieaanbevelingen aangaande het *corporate governance*-beleid van het bestuur dat gerust verder mag gaan dan de bindend opgelegde *disclosure*-eis in Richtlijn 2006/46. Er wordt hier echter niet aangedrongen op een bindende wetgeving voor de *corporate governance*-aanbevelingen zelf, bv. wat betreft het aantal onafhankelijken in de raad van bestuur. In dergelijke gevallen, zou een vennootschap haar eigen keuzes inzake haar eigen *corporate governance*-beleid moeten kunnen maken

aangezien “*voluntary compliance is better than forced obedience*”⁷⁹⁶. De aandeelhouders moeten echter wel het recht hebben om te weten hoe het bestuur gerund wordt en tot welke concrete effecten dat kan leiden, bv. inzake de vergoedingen die betaald worden aan bestuurders. “*Wie een Fortis-aandeel koopt, moet exact weten wat hij gekocht heeft. Alles wat onduidelijk, onzuiver en niet-transparant is, moet eruit.*”⁷⁹⁷ Deze informatieverspreiding kan perfect zonder dat hierbij het belang van de vennootschap dient geschaad te worden of dat concurrentiegevoelige informatie dient vrijgegeven te worden. Een bestuur zou niet in de luxesituatie mogen komen waarin ze omtrent haar eigen structuur zelfcensuur mag toepassen. Een bindende transparantie zou bovendien kunnen assisteren in het versterken van de *monitoring*rol van de aandeelhouders en zou de aansprakelijkheid van het bestuur ingeval van een valse berichtgeving of een weigering bepaalde info te publiceren makkelijker kunnen doen vaststellen. Dergelijke *disclosure* zou het best op Europees niveau geregeld worden en kan, omwille van haar minder ingrijpende aard dan substantiële wetgeving, gemakkelijker een politieke consensus bereiken.⁷⁹⁸ “*Disclosure is one of the areas where “harmonization (standard setting) by one European authority is preferable to mutual recognition (competition between disclosure standards.”*⁷⁹⁹

Omwille van het feit dat Richtlijn 2006/46 louter doorverwijst naar nationale *corgo*-codes en het gegeven dat de hoop op proportionaliteit inzake ISIV ten gunste van CEM-transparantie opgegeven werd, kan over het algemeen kan gesteld worden dat de EG nu genoeg neemt met de coördinatie van reeds bestaande Lid-Statelijke wetgeving en *best practices* in het gebied van *corporate governance sensu lato*⁸⁰⁰ en het idee van een *top-down* minimumharmonisatie via richtlijnen of een niet-bindende ECGC voorgoed heeft laten varen. Een duidelijk convergentie aangaande het vennootschapsstatuut en beleidsstructuur in Europese beursgenoteerde ondernemingen is echter reeds merkbaar. Voeg daaraan toe dat ook de nationale *corporate governance*-codes naar elkaar toegroeien en *cross-border* actieve

⁷⁹⁶ H. LAGA en F. PARREIN, “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 24

⁷⁹⁷ G. DECLERCK en P. DE GROOTE, “Bestuursvoorzitter Jozef De Mey van de Fortis-Holding blikt terug op woelige week en blikk vooruit”, *De Tijd* 2 mei 2009, W5

⁷⁹⁸ M. PANNIER en J. RICKFORD, “Corporate Governance Disclosures in Europe”, *EBLRev.* 2005, 981

⁷⁹⁹ M. BECHT, “European Disclosure for the New Millennium” in K.J. HOPT en E. WYMEERSCH (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 91

⁸⁰⁰ J. WINTER, “Speech: Moving forward EU Corporate Governance and Company Law”, Leuven, 9 januari 2009

aandeelhouders zullen een sprankeltje hoop krijgen op een *bottom-up corporate governance*-harmonisatie.⁸⁰¹

Het zou in deze barre economische tijden stigmatiserend werken om al te kortzichtig *corporate governance*-aanbevelingen om te zetten in *hard law*, zeker wat het remuneratiebeleid van bestuurders betreft. Waar Frankrijk, de VS en Nederland reeds wetgeving hebben doorgevoerd en België zinnens is te volgen, had een *a priori* Europese aanpak de nationale reguleringsdrang beter kunnen inperken. De twee aanbevelingen inzake bestuurdersremuneratie van 29 april 2009 komen m.a.w. enkele maanden te laat. Het lijkt hierdoor wel alsof het defaïtisme van de EG na het gebrek aan een Europees markttoezicht ons ook inzake *corporate governance* blijft achtervolgen. Nochtans, “*onze arbeiders zijn niet minder productief als toen de crisis begon. Onze geesten zijn niet minder inventief, onze goederen en diensten niet minder nodig dan vorige week of vorige maand of vorig jaar. Onze capaciteit blijft onverminderd. Maar de tijd van eigen belangen te beschermen en onplezierige beslissingen voor ons uit te schuiven, die tijd is voorbij.*”⁸⁰²

⁸⁰¹ K. GEENS, “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 752

⁸⁰² B. OBAMA, “Inaugurale rede van 20 januari 2009”, *De Tijd* 21 januari 2009, 5

Bibliografie

1 Rechtsleer

1.1 Boeken

- ADAM, H., *Die Mitteilungen der Kommission: Verwaltungsvorschriften des Europäischen Gemeinschaftsrechts? Eine Untersuchung zur rechtsdogmatischen Einordnung eines Instrumentes der Kommission zur Steuerung der Durchführung des Gemeinschaftsrechts*, Baden-Baden, Nomos, 1999, 117 p.
- BARENTS, R. en BRINKHORST, L.-J., *Grondlijnen van Europees Recht*, Deventer, W.E.J. Tjeenk Willink, 2001, 619 p.
- BAUGNIET, J., *La réglementation du droit de vote dans les sociétés anonymes*, Brussel, Bruylant, 1935, 114 p.
- BECHT, M., “European Disclosure for the New Millenium” in HOPT, K.J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 87-91
- BERLE, A.A. en MEANS, G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company, 1933, 396 p.
- BEUTLER, B. en BIEBER, R., *Die Europäische Union. Rechtsordnung und Politik*, Baden-Baden, Nomos, 1993, 607 p.
- BEVERIDGE, F. en NOTT, S., “A hard look at soft law” in CRAIG, P. en HARLOW, C. (eds.), *Lawmaking in the European Union*, London, Kluwer Law International, 1998, 285-309
- BLAIR, M., “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct” in HOPT, K.J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 347-354
- BOTHE, M., ““Soft law” in den Europäischen Gemeinschaften?” in VON MUNCH, I. (ed.), *Staatsrecht, Völkerrecht, Europarecht: Festschrift für Hans-Jürgen Schlochauer zum 75. Geburtstag am 28. März 1981*, Berlijn, de Gruyter, 1981, 761-775
- BOUCKAERT, B., *Algemene rechtsleer en rechtsmethodiek*, Antwerpen, Maklu, 2002, 229 p.
- BRAECKMANS, H. en WYMEERSCH, E. (eds.), *Behoorlijk vennootschapsbestuur: Het nieuwe recht ingevolge de wet van 2 augustus 2002 (corporate governance)*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 223 p.

- BRIBOSIA, H., “Subsidiariteit et repartition des competences entre l’Union et ses États Membres” in AMATO, G., BRIBOSIA, H. en DE WITTE, B. (Eds.), *Genèse et destine de la Constitution européenne: Commentaire du Traité établissant une Constitution pour l’Europe à la lumière des travaux préparatoires et perspectives d’avenir*, Brussel, Bruylant, 2007, 389-437
- BYTTEBIER, K., PIU, P. en ROELAND, S., *Corporate Governance. Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 307 p.
- COATES, J.C., “Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?” in FERRARINI, G., HOPT, K., WINTER, J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Reforming Takeover and Company Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 1104 p.
- DAEMS, H., *The holding company and corporate control*, Leiden, Nijhoff Social Sciences Division, 1978, 145 p.
- DAVIES, P. L., *Principles of Modern Company Law*, London, Sweet & Maxwell Ltd., 2008, 1258 p.
- DE JONCKHEERE, M., *Inleiding tot het recht*, Brugge, die Keure, 2006, 201 p.
- DE SCHUTTER, B., *Rechtsmethodologie: stafkaart van het in België geldend recht*, Deurne, Kluwer rechtswetenschappen, 1998, 349 p.
- DEVLOO, R. en MARTYN, G., *Een kennismaking met recht en rechtspraak*, Brugge, die Keure, 2006, 449 p.
- DE WITTE, B., GEELHOED, A. en INGHELAM, J., “Legal Instruments, Decision-Making and EU Finances” in KAPTEYN, P.J.G., MCDONNELL, A.M., MORTELMANS, K.J.M. en TIMMERMANS, C.W.A. (eds.), *The Law of the European Union and the European Communities*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2008, 273-419
- DE WULF, H., “Meervoudig stemrecht in vennootschappen: flexibiliteit gewenst” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber Amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 369-395
- EBKE, W.F., “The Impact of Transparency Regulation on Company Law” in HOPT, K.J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 173-197
- EIJLANDER, P., *De wet stellen. Beschouwingen over onderwerpen van wetgeving*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1993, 257 p.
- EIJLANDER, P., “Zelfregulering en wetgevingsbeleid” in EIJLANDER, P., GILHUIS, P.C. en PETERS, J.A.F. (Eds.), *Overheid en zelfregulering. Alibi voor vrijblijvendheid of prikkel tot actie*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1993, 129-139

- ENGERT, A., “§5 Gesellschaftsrecht” in LANGENBUCHER, K. (ed.), *Europarechtliche Bezüge des Privatrechts*, Baden-Baden, Nomos, 2008, 225-280
- ERNST, P. en YOUNES, N., “Groepsinterne belangenconflicten in de Wet Corporate Governance – een eerste commentaar op het nieuwe artikel 524 W. Venn.” in BYTTEBIER, K., FRANCOIS, A. en DELVOIE, J. (eds.), *De Wet Corporate Governance ont(k)leed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 183-235
- FLEERACKERS, F., *De Huid van het Recht: Juristen in bevraging*, Gent, Larcier, 2005, 193 p.
- GEELHOED, L.A., “Deregulering, herregulering en zelfregulering” in EIJLANDER, P., GILHUIS, P.C. en PETERS, J.A.F. (Eds.), *Overheid en zelfregulering. Alibi voor vrijblijvendheid of prikkel tot actie*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1993, 33-51
- GEENS, K., “Over corporate governance en dualistische bestuursystemen” in X. (ed.), *Liber amicorum Roger Blanpain*, Brugge, die Keure, 1998, 715-732
- GEENS, K., “Corporate governance: wat is mode en wat beklijft?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 733-768
- GEENS, K., “Hoe het vennootschapsrecht zich met een reverse take over verweert tegen een overnamepoging door het “beginsel van de juiste prijs”” in X. (ed.), *Liber Amicorum André Bruyneel: Synthèses de droit bancaire et financier*, Bruylant, Brussel, 2008, 451-468
- GEENS, K. en WYCKAERT, M., “Discretie of transparantie in het vennootschapsbelang: spreken is zilver, zwijgen blijft goud?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 523-541
- GEENS, K. en CLOTTENS, C., “One Share One Vote: on the Balance between Fairness and Efficiency” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 1-40
- GILSON, R., “Controlling Shareholders and Corporate Governance” in MATHER, G. (ed.), *One Share One Vote? – Tomorrow’s Companies: One Universal Model or Tailored Equity Structures*, London, European Policy Forum, 2006, 40-42
- GRIFFITHS, J., “De sociale werking van recht” in GRIFFITHS, J. (ed.), *De sociale werking van recht. Een kennismaking met de rechtssociologie en de rechtsantropologie*, Nijmegen, Ars Aequi Libri, 1996, 469-513
- GRUNDMANN, S., *European Company Law*, Antwerpen, Intersentia, 2007, 807 p.
- HOPT, K., “European Company Law and Corporate Governance: Where does the Action Plan of the European Commission Lead?” in HOPT, K., WYMEERSCH, E., KANDA, H. en BAUM, T. (Eds.), *Corporate governance in context : corporations, states and markets in Europe, Japan and the U.S.*, Oxford, Oxford University Press, 2005, 119-142

- KIRCHNER, C., “Shareholder Value: A New Standard for Company Conduct” in HOPT, K.J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 341-345
- KORTMANN, S.C.J.J., “Corporate governance: wettelijk reguleren of zelfregulering?” in KORTMANN, S.C.J.J., FABER, N.E.D. en LOESBERG, E., *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 375 p.
- KRAAKMAN, R., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 231 p.
- KRAAKMAN, R. “Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay” in FERRARINI, G., HOPT, K.J., WINTER, J. en WYMEERSCH, E. (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 95-114
- LAGA, H., “Belangenconflicten, aantal bestuurders en schriftelijke besluitvorming in de N.V.” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschappenwetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblio, 1995, 175-223
- LAGA, H., “De risico’s van geruisloze migratie van soft law naar hard law ter zake van corporate governance-aanbevelingen” in X. (ed.), *Ad amicissimum amici scripsimus: Vriendenboek Raf Verstegen*, Brugge, die Keure, 2004, 158-161
- LAGA, H., “Flexibiliteit in het vennootschappenrecht” in TILLEMANN, B. en VERBEKE, A., *Actualia vermogensrecht : Liber Alumnorum KULAK als hulde aan Prof. Dr. Georges Macours*, Brugge, die Keure, 2005, 441-446
- LAGA, H. en PARREIN, F., “Corporate governance, volstaat zelfregulering?” in X. (ed.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 613-622
- LAGA, H. en PARREIN, F., “Corporate Governance in a European perspective” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *The European Company Law Action Plan 2003 revisited*, onuitg., Draft 9 januari 2009, 1-30
- LANNOO, K., “Corporate Governance in Europees perspectief” in KORTMANN, S.C.J.J., FABER, N.E.D. en LOESBERG, E. (eds.), *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 375 p.
- LEFEVRE, S., *Les actes communautaires atypiques*, Brussel, Bruylant, 2006, 552 p.
- LIPPENS, Graaf M., “Het karakter om neen te zeggen” in BALTUSSEN, L., ANTHONISSEN, P.F. en VERHAEGHE, P., *Uitdagingen in de bestuurskamer: Twaalf bevoorrechte getuigen over deugdelijk besturen*, Tiel, Lannoo, 2003, 215 p.
- LOUIS, J.-V., VANDERSANDEN, G. en WAELBROECK, D. (eds.), *Commentaire Mégret, Le droit de la CEE, Vol. 10 (La Cour de Justice. Les actes des institutions)*, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 1993, 666 p.

- LOWENSTEYN, F., *Wezen en bevoegheid van het bestuur in de vereniging en de naamloze vennootschap*, Zwolle, Tjeenk Willink, 1959, 338 p.
- MALLIN, C.A. (ed.), *Handbook on International Corporate Governance: Country analyses*, Cheltenham, Edward Elgar, 2006, 258 p.
- MEEUS, D., “Verslag” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblio, 1999, 777-780
- MERKT, H., *Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2001, 563 p.
- MERKT, H., “Disclosing Disclosure: Europe’s Winding Road to Competitive Standards of Publication of Company-Related Information” in FERRARINI, G., HOPT, K.J., WINTER, J. en WYMEERSCH, E., *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 115-144
- NELISSEN GRADE, J.-M., *Vennootschapsrecht: Capita selecta*, onuitg., 2009, 217 p.
- NOBEL, P., “Audit Within the Framework of Corporate Governance” in HOPT, K.J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 199-220
- RICKFORD, J., “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in HOPT, K.J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 461-491
- ROSSI, G., “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?” in HOPT, K.J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 493-504
- SCHMIDT, G., “Artikel 249 EG” in SCHARZE, J. en VON DER GROEBEN, H. (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2004, 761-797
- SCHMITT VON SYDOW, H., “Artikel 211 EG” in SCHARZE, J. en VON DER GROEBEN, H. (eds.), *Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft*, Baden-Baden, Nomos, 2004, 203-297
- SENDEN, L., *Soft law in European Community law: Its Relationship to Legislation*, Oxford, Hart Publishing Ltd., 2003, 558 p.
- SNYDER, F., “Soft Law and Institutional Practice in the European Community” in MARTIN, S. (ed.), *The construction of Europe: essays in honour of Emile Noël*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers, 1994, 197-225

- SOLDATOS, P. en VANDERSANDEN, G., “La recommandation. Source indirect du rapprochement des législations nationales dans le cadre de la Communauté Economique Européenne” in DE RIPAINSEL-LANDY, D. e.a. (eds.), *Les instruments du rapprochement des législations dans la Communauté Economique Européenne*, Brussel, Editions de l’Université de Bruxelles, 1976, 95-151
- SUTENS-BOURGEOIS, G., *De verhouding meerderheid-minderheid in de N.V.*, Ledeberg, Erasmus, 1969, 498 p.
- SWENNEN, H., “Respons” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht: Zoeken naar oplossingen voor de 21^{ste} eeuw*, Kalmthout, Biblo, 1999, 769-776
- THURER, D., “The role of soft law in the actual process of European integration” in JACOT-GUILLARMOD, O en PESCATORE, P., *L’avenir du libre-échange en Europe: vers un Espace économique européen?*, Zürich, Schultess Polygraphischer Verlag, 1990, 131-138
- VAN DEN BERGHE, L., “Het Corporate Governance debat vanuit internationaal perspectief” in INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate Governance- Het Belgisch perspectief*, Antwerpen-Groningen, Intersentia Rechtswetenschappen, 1998, 13-32
- VAN DEN BERGHE, L., “Internal Governance: The Neglected Pillar of Good Governance” in X. (ed), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 939-960
- VAN DER ELST, C., *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen: Economisch-juridische analyse in België en Europa*, Brussel, Larcier, 2001, 420 p.
- VAN DER ELST, C., “The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?” in HOPT, K.J. en WYMEERSCH, E. (Eds.), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2003, 3-46
- VAN GERVEN, W., *Met recht en rede*, Tielt, Lannoo, 1987, 240 p.
- VOOGSGEERD, H.H., *Corporate governance codes: Markt-of rechtsarrangement?*, Deventer, Kluwer, 2006, 243 p.
- VOSSESTEIN, G.-J., *Modernisation of European Company Law and Corporate Governance: Some Considerations on its Legal Limits*, Doctoraatsthesis Universiteit Leiden, 2008
- WYCKAERT, M., *Kapitaal in N.V. en B.V.B.A.: Vermogens- en kapitaalvorming door inbreng – Rechten en plichten van vennoten*, Kalmthout, Biblo, 1995, 803 p.
- WYCKAERT, M., “De nieuwe belangenconflictenregeling: op naar een Belgisch groepsrecht?” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Nieuw Vennootschapsrecht 2002: Wet Corporate Governance*, Kalmthout, Biblo, 2003, 157-194

- WYMEERSCH, E., “Institutional Investors and Financial Groups and their Impact on Corporate Governance in Belgium” in BAUMS, T., BUXBAUM, R. en HOPT, K. (Eds.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlijn / New York, Walter de Gruyter, 1994, 347-384
- WYMEERSCH, E., “Belgische institutionele beleggers en Corporate Governance” in INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate Governance- Het Belgisch perspectief*, Antwerpen-Groningen, Intersentia Rechtswetenschappen, 1998, 183-216
- WYMEERSCH, E., “De Belgische initiatieven inzake Corporate Governance” in INSTITUUT VOOR BESTUURDERS (ed.), *Corporate Governance- Het Belgisch perspectief*, Antwerpen-Groningen, Intersentia Rechtswetenschappen, 1998, 55-86
- WYMEERSCH, E., “Besturen in tijden van ‘Corporate Governance’” in X. (ed.), *Liber Amicorum Walter van Gerven*, Deurne, Kluwer, 2000, 503-520
- WYMEERSCH, E., “‘One Share, One Vote’ ou proportionnalité du droit de vote des actions” in X. (ed.), *Liber Amicorum Guy Keutgen*, Brussel, Bruylant, 2008, 209-226
- ZALM, G., “Corporate Governance: Transparantie, verantwoording en zeggenschap” in KORMANN, S.C.J.J., FABER, N.E.D. en LOESBERG, E., *Corporate Governance in perspectief*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, 375 p.

1.2 Tijdschriften en working papers

- ARNULL, A., “The legal status of recommendations”, *E.L.Rev.* 1990, 318-321
- BENEDETTO, F. en DI CASTRI, S., “There is something about Parmalat (on directors and gatekeepers)”, Working Paper, November 2005, 33 p., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=896940
- BERTRAND, L en STUYKENS, J., “Corporate Governance: standpunt van de referentie-aandeelhouder”, *Bank Fin.* 1997, 450-458
- BLANAID, C., “Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control”, *Journal of Business Law* 2006, 356-362
- BORCHARDT, G.M. en WELLENS, K., “Soft Law in het Gemeenschapsrecht”, *SEW* 1987, 677
- BORCHARDT, G.M. en WELLENS, K.C., “Soft Law in European Community Law”, *E.L.Rev.* 1989, 267-321
- BRULOOT, D. “Auditcomité voortaan verplicht in genoteerde vennootschappen en financiële ondernemingen”, *Dr.banc.fin.* 2009, 49-52
- BRÜLS, C., “L’ “intérêt social” de Fortis? Une histoire à suivre” (noot onder KG Brussel 12 december 2008, *JLMB* 2009, 408-425

- COFFEE, J., “Regulating the Market for Corporate Control: a Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance”, *Col.L.Rev.* 1984, **1153**
- CORNELIS, L. en FRANCOIS, A., “De doorwerking van komende Europese regelgeving in het vennootschapsrecht: Europese beïnvloeding van de Belgische Corporate Governance”, *RW* 1995-96, 1180-1192
- DE GROOT, C., “Executive Directors’ Remuneration”, *European Company Law* 2006, 62-63
- DE WULF, H., “De spanning tussen de vrijheid om een groepsbeleid omtrent corporate opportuniteiten te ontwikkelen en de legitieme verwachtingen van minderheidsaandeelhouders” (noot onder Antwerpen, 22 mei 2003), *TRV* 2005, 489-501
- DIEUX, X., “Corporate Governance: de la loi du 2 août 2002 au Code Lippens”, *JT* 2005, 57
- FERRARINI, G. en MOLONEY, N., “Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives”, *ECFR* 2004, 251-339
- FERRARINI, G., “One Share- One Vote: A European rule?”, *ECFR* 2006, 147-177
- GEENS, K., “Het toegestaan kapitaal als afweermecanisme tegen overvallen: het wettig belang van de “bieder” (CERUS) en het vennootschapsbelang van de “doelwitvennootschap” (GMB)” (noot onder Brussel, 1 maart 1988), *TRV* 1988, 133-142
- GEENS, K., “De nieuwe harmonisatiedynamiek van het vennootschapsrecht: een ‘eerste klas’ begrafenis van het Europees vennootschapsrecht na vijftig jaar?”, *TRV* 2006, 75-89
- GORIS, A. “Corporate governance in beursgenoteerde ondernemingen en financiële instellingen”, *T.Fin.R.* 2005, 1093-1904
- HELLWIG, H.-J., “The US Concept of Corporate Governance under the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Its Effects in Europe”, *ECFR* 2007, 417-433
- JUNGSMANN, C., “The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems - Evidence from the UK and Germany”, *ECFR* 2006, 426-474
- KEULEERS, K., “Oprichting auditcomité verplicht voor genoteerde vennootschappen”, *De Venn.* 2009, 6-7
- LAGA, H., “Het Corporate Governance-model van de wetgever van 1873”, *Bank Fin.* 1997, 459-465
- LAGA, H., “Europese initiatieven inzake corporate governance”, *TRV* 2006, nr. 2, 659

- LAUWERS, T., “Wet van 2 augustus 2002 inzake “corporate governance”, *Waarvan Akte* 2003, 1-16
- LEROUX, E., “De Code Lippens: juridisch afdwingbaar?”, *TRV* 2005, 513-529
- MOORE, S.F., “Law and social change; the semi-autonomous social field as an appropriate subject of study”, *L. & Soc.Rev.* 1973, 7
- MORAND, C.-A., “Les recommandations, les résolutions et les avis du droit communautaire”, *CDE* 1970, 623
- MORCK, R. “Why some double taxation might make sense: the special case of inter-corporate dividend”, University of Alberta Center for Financial Research Working Paper, 20 maart 2003, nr. 03-01, 1-45
- NIEUWDORP, R. en VANDE VELDE, W., “Report from Belgium”, *European Company Law* 2006, 103-106
- PANNIER, M. en RICKFORD, J., “Corporate Governance Disclosures in Europe”, *EBLRev.* 2005, 975-1002
- PEETERS, S., “De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote: Schiet het Hof ook horizontaal?”, *Jura Falc.* 2008-09, 119-146
- POUTIANEN, A., “Shareholders and Corporate Governance: The Principle of One Share One Vote”, *EBLRev.* 2001, 67-75
- PSARAKIS, G., “One Share – One Vote and the Case for a Harmonised Capital Structure”, *EBLRev.* 2008, 709-733
- STAMHUIS, J., “Zelfregulering in een *bottom-up* perspectief en de bedrijfscode van Shell”, *RdW* 2003, 5-43
- VAN DEN BERGHE, L., “Mythes over governance ontsluit”, *De Tijd* 28 februari, 20
- VAN DE POEL, K. en VERMEERSCH, W., “Corporate Governance en de implementatie van de Code Lippens: een empirische studie”, *Acc.Bedr.M.* 2008, 12-33
- VAN DER ELST, C., “The Belgian struggle for corporate governance improvements”, ECGI Law Working Paper, September 2008, nr. 114/2008, 1-38, <http://ssrn.com/abstract=1261448>
- VAN GYSEGEM, J. en DEVOS, W., “De samenstelling en werking van het remuneratiecomité na de Code Lippens”, *Oriëntatie*, 2006, 183-197
- VAN WATERSCHOOT, J., “Corporate Governance: de aandeelhouders achter de beursgenoteerde bedrijven”, *Bank Fin.* 1997, 429-434

- WEBER-REY, D., “Effects of the Better Regulation Approach on European Company Law and Corporate Governance”, *ECFR* 2007, 370-416
- WEYERS, H., “Zelfregulering”, *RdW* 2003, 1-4
- WIESNER, P.M., “Europäisches Unternehmensrecht: Stand und Entwicklung”, *ZIP* 2000, 1792-1800
- WYMEERSCH, E., “Belgische Institutionele Beleggers en Corporate Governance”, *Bank Fin.* 1998, 213-222
- WYMEERSCH, E., “Enforcement of Corporate Governance Codes”, ECGI Law Working Paper, Juni 2005, nr. 46/2005, 1-21
- WYMEERSCH, E., “The Corporate Governance “Codes of Conduct” between state and private law”, Gent, Financial Law Institute Working Paper November 2007, nr. 2007-07, 1-29
- WYMEERSCH, E., “Corporate Governance and Financial Stability”, Gent, Financial Law Institute Working Paper, Oktober 2008, nr. 2008-11, 1-13
- X., “De Zaak Fortis: Van het arrest van 12 december 2008 tot de algemene vergadering van 11 februari 2009”, *TRV* 2009, 156-158

1.3 Kranten

- BARROSO, J.M., “Kiezen voor steviger en Europees systeem”, *De Tijd* 4 oktober 2008, 20
- BAYART, C., “Regeling gouden parachutes is maar lapmiddel”, *De Tijd* 22 november 2008, 13
- BLOMME, P. en SEPHIHA, M., “Vertegenwoordiging overheid bij Fortis Bank blijft uit”, *De Tijd* 22 oktober 2008, 4
- BLOMME, P., “Regering zet het mes in opzegvergoeding managers”, *De Tijd* 8 november 2008, 1 en 11
- BLOMME, P. “Aandeelhouders mogen beslissen over salaris CEO”, *De Tijd* 8 november 2008, 11
- BLOMME, P., MICHIENSEN, S. en SEPHIHA, M., “Fortis wordt nachtmerrie”, *De Tijd* 12 februari 2009, 1
- BLOMME, P., “Parlement gooit bankenlandschap om”, *De Tijd* 23 april 2009, 3
- BOTIN, E., “Missie van banken is klanten bedienen”, *De Tijd* 21 oktober 2008, 17
- BOVE, L., “Topteam van speurders op Fortis-zaak”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 1-3

- BOVE, L., “Regering ging haar boekje te buiten bij verkoop Fortis”, *De Tijd* 31 oktober 2008, 2
- BOVE, L., “Parket neemt verkoop Fortis op de korrel”, *De Tijd* 7 november 2008, 3
- BOVE, L. en SEPHIHA, M., “Ping An zet druk op Fortis”, *De Tijd* 14 november 2008, 1
- BOVE, L., “Procureur-generaal ontmiijnt proces-Fortis”, *De Tijd* 2 december 2008, 2
- BOVE, L., “Belgische aandeelhouder krijgt meer macht”, *De Tijd* 6 december 2008, 13
- BOVE, L., “Raad van State omschrijft beperking gouden parachutes als discriminatie”, *De Tijd* 4 februari 2009, 7
- BROENS, B. en VAN DE VELDEN, W., “Rem op lonen bij Dexia en Fortis Bank”, *De Tijd* 24 maart 2009, 1
- BROENS, B., “Toplui kosten Fortis bijna 20 miljoen euro”, *De Tijd* 10 april 2009, 1
- BROENS, B., “Hoger salaris voor Dexia-topman”, *De Tijd* 21 april 2009, 2
- BROENS, B., LANNOO, J. en SEPHIHA, M., “Kwart kapitaal aanwezig op AV's: Hard spel rond Fortis”, *De Tijd* 25 april 2009, 1
- CLEEREN, E., “Toezichthouder kan crisis niet voorkomen”, *De Tijd* 1 oktober 2008, 4
- CLEEREN, E., SEPHIHA, M. en VAN DE VELDEN, W., “Leterme hekelt vergoeding Mittler”, *De Tijd* 23 oktober 2008, 3
- DE BROECK, W., “Voorvechter van deugdelijk bestuur Karel Boone benadrukt verantwoordelijkheid van aandeelhouders”, *De Tijd* 15 november 2008, W6
- DECLERCK, G. en DE GROOTE, P., “Bestuursvoorzitter Jozef De Mey van de Fortis-Holding blikt terug op woelige week en blikt vooruit”, *De Tijd* 2 mei 2009, W5
- DEMETS, F., “Commentaar: Moddercatch”, *De Tijd* 2 oktober 2008, 2
- DEMINOR, “Niet overtuigd van redenering”, *De Tijd* 19 november 2008, 3
- DEMUYNCK, T. en SCHOLLAERT, A., “Fortis-aandeelhouders hoeven geen compensatie”, *De Tijd* 17 oktober 2008, 12
- DE SCHAMPELAERE, J., “De rotsen in de branding”, *De Tijd* 10 oktober 2008, 4
- DE WILDE, D. en VERSTRAETE, K., “Crisis beheerst Europese agenda”, *De Tijd* 1 oktober 2008, 4

- DE WITTE, I., “Regels jagen financiële instellingen op kosten”, *De Tijd* 4 februari 2009, 15
- DE WITTE, I., “België geeft niet voldoende macht aan aandeelhouders”, *De Tijd* 20 februari 2009, 19
- DIERCKX, L., “Franse regering dreigt met wettelijke regeling bonussen”, *De Tijd* 24 maart 2008, 4
- DIERCKX, L., “Franse staat tegen oprotpremie topman Valéo”, *De Tijd* 25 maart 2009, 3
- DIERCKX, L., “Senaat VS temporeert bonusbelasting”, *De Tijd* 25 maart 2009, 3
- DUBBINK, W. en VAN LIEDEKERKE, L., “Crisis vraagt nieuwe bedrijfsorganisatie”, *De Tijd* 10 oktober 2008, 16
- GEENS, K., “Corporate governance en Onafhankelijk Bestuur”, *FET* 23 april 1998
- HAECK, B., “Commentaar: Parachutespringen”, *De Tijd* 8 november 2008, 2
- HUYLENBROECK, P., “Negen maanden illusies, angst, knipperlichten en doemberichten”, *De Tijd* 4 oktober 2008, W5
- LANNOO, J. en RENSON, I., “KBC-topman André Bergen over de metamorfose van de banksector na de financiële crisis: ‘We gaan weer naar meer traditioneel bankieren’”, *De Tijd* 18 oktober 2008, 10
- LANNOO, J. en SUY, P., “Fortis organiseert extra algemene vergadering”, *De Tijd* 8 november 2008, 6
- LANNOO, J. en SINNAEVE, S., “KBC kan koersduik niet afstoppen”, *De Tijd* 20 januari 2009, 3
- LANNOO, J., “ING poogt kritiek te stoppen via derven van bonus”, *De Tijd* 24 maart 2009, 5
- LANNOO, J., “Vakbonden vallen bonussen aan”, *De Tijd* 25 maart 2009, 3
- LANNOO, J., “Votron en Lippens vangen samen 7,4 miljoen”, *De Tijd* 1 april 2009, 2
- MICHELSEN, S., “Crisismanagement is haastwerk”, *De Tijd* 29 september 2008, 2
- MICHELSEN, S., “Werk van jaren gaat in enkele dagen om zeep”, *De Tijd* 29 september 2008, 6
- MICHELSEN, S., “Politici stellen vertrekpremie van Herman Verwilt ter discussie”, *De Tijd* 1 oktober 2008, 2

- MICHELSEN, S., “Ze stonden erbij en keken ernaar”, *De Tijd* 7 oktober 2008, 6
- MICHELSEN, S., “Geïntegreerde bankgroep is slechts een scherm”, *De Tijd* 9 oktober 2008, 2
- MICHELSEN, S., “Referentieaandeelhouder dominant in Brussel”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 15
- MICHELSEN, S., “Economische crisis knabbelt aan variabele vergoeding: Topmanagers leveren 16 procent in”, *De Tijd* 9 april 2009, 7
- MONSEREZ, J. en VERMANDEL, N., “Wet gouden parachutes dreigt te pletter te storten”, *De Tijd* 10 december 2008, 17
- OBAMA, B., “Inaugurale rede van 20 januari 2009”, *De Tijd* 21 januari 2009, 5
- SCHOORS, K., “Uniformiseer lappendeken van Europees banktoezicht”, *De Tijd* 6 december 2008, 20
- SEPHIHA, M., “Geen bonussen voor bankiers”, *De Tijd* 18 november 2008, 2
- SUY, P., “Beleggers laten KBC vallen”, *De Tijd* 17 januari 2009, 1
- VAN DEN BERGHE, L., “Publiek debat over deugdelijke bestuur mag dieper gaan”, *De Tijd* 17 januari 2009, 18
- VAN DEN BERGHE, L., “Mythes over governance ontsluit: Effectieve raad van bestuur noodzakelijke maar geen voldoende voorwaarde voor deugdelijk bestuur”, *De Tijd* 28 februari 2009, 20
- VAN DEN BERGHE, L., “Bonussendebat escaleert”, *De Tijd* 26 maart 2009, 16
- VAN DEN BROECK, H., “Waarom de financiële crisis onvermijdelijk was”, *De Tijd* 13 december 2008, 20
- VANDERLINDEN, M., “Geef aandeelhouders FORTIS ten minste openheid van zaken”, *De Tijd* 14 oktober 2008, 16
- VAN DE VELDEN, W., “Beleidsverklaring: ‘Wij moeten zekerheid geven’”, *De Tijd* 15 oktober 2008
- VAN DE VELDEN, W., “Wetstraat houdt hoogmis tegen recessie”, *De Tijd* 4 november 2008, 3
- VAN DE VELDEN, W., “Wetstraat ligt nauwelijks wakker van topbonussen”, *De Tijd* 24 maart 2009, 4
- VAN DRIESSCHE, W., “Moeten topbankiers hangen voor de financiële crisis?”, *De Tijd* 18 oktober 2008, W3

- VAN DRIESSCHE, W., “Topeconoom Willem Bouter kijkt met pessimisme en cynisme naar de G20-top en de wereldcrisis: 'De crisis is nog maar net begonnen, zelfs de bankencrisis'”, *De Tijd* 4 april 2009, W1-3
- VANEMPTEN, J., “Een gouden handdruk met bonus”, *De Tijd* 28 maart 2009, W2
- VANEMPTEN, J., “De bonusjager van Wall Street”, *De Tijd* 28 maart 2009, W9
- VAN HAMME, K., “Schuldigen crisis achter de tralies krijgen is erg moeilijk”, *De Tijd* 30 september 2008, 19
- VAN HAMME, K., “Georges Ugeux, bekendste Belg op Wall Street, verklaart zelfregulering bankiers dood”, *De Tijd* 4 november 2008, 17
- VAN HAMME, K., “Huis koelt bonuswoede op AIG-topman”, *De Tijd* 19 maart 2009, 11
- VERHOYEN, E., “Corporate Governance en verantwoordelijkheid van beleggingsinstellingen”, *FET*, 30 april 1998
- VERSTRAETE, K., “Europees toezicht niet langer taboe”, *De Tijd* 15 oktober 2008, 11
- VERSTRAETE, K., “EU moet industrie beschermen”, *De Tijd* 22 oktober 2008, 2
- VERSTRAETE, K. en DE WILDE, D., “Financiële top krijgt economisch luik”, *De Tijd* 8 november 2008, 15
- VERSTRAETE, K., “EU plaatst ratingbureaus onder toezicht”, *De Tijd* 12 november 2008, 11
- VERSTRAETE, K., “EU-landen verwerpen beter toezicht”, *De Tijd* 2 december 2008, 7
- VOET, B., “Gedumpte bankier voor een habbekrats”, *De Tijd* 10 april 2009, 7
- X., “Aandeelhouders Bel20-bedrijven stemmen amper”, *De Tijd* 29 oktober 2008, 15
- X., “Code-Lippens beperkt opzeg toplui tot twaalf maanden”, *De Tijd* 22 januari 2009, 9
- X., “Nieuwe impuls voor oude gedragscode”, *De Tijd* 24 maart 2009, 5
- X., “De Clerck heeft nieuw voorontwerp voor gouden handdruk klaar”, *De Tijd* 23 april 2009, 3

1.4 Andere

- Belgian Governance Institute en Verbond van Belgische Ondernemingen, Naleving van de Belgische Corporate Governance Code: een stand van zaken, November 2006, 27 p., <http://www.vbo-feb.be/index.html?file=2408>
- Bijzondere Commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis, Rapport préliminaire du collège d'experts, 10 april 2009, 335 p.
- Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen, Jaarverslag 1986-87, 89 p.
- Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen, Jaarverslag 1987-88, 86 p.
- Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezen, Circulaire over de prudentiële verwachtingen van de CBFA inzake het deugdelijk bestuur van financiële instellingen, 30 maart 2007, Circulaire PPB-2007-6-CPB-CPA, 33 p., http://www.cbfa.be/nl/fdg/circ/pdf/ppb_2007_6_cpb_cpa.pdf
- Commissie van de Europese Gemeenschappen, Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement: Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie - Een actieplan, 21 mei 2003, nr. COM/2003/0284, 33 p., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:NL:PDF>
- Commissie van de Europese Gemeenschappen, Beloning van bestuurders: De Commissie presenteert aanvullende richtsnoeren voor de structuur en vaststelling van bestuurdersbeloningen, 29 april 2009, nr. IP/09/673, 1 p., <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/673&format=HTML&aged=0&language=NL&guiLanguage=en>
- Commission of the European Communities, Fostering an appropriate regime for shareholders' rights: Third consultation document of the Services of the Directorate General Internal Market and Services, 30 april 2007, 7 p., http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/consultation3_en.pdf
- Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, 13 juli 2007, 15 p., http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/sec20071022_en.pdf
- Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors' remuneration, 13 juli 2007, nr. SEC(2007) 1022, 17 p., http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/sec20071022_en.pdf
- Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document: Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies,

12 december 2007, nr. SEC(2007) 1705, 79 p.,
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/impact_assessment_122007.pdf

- Committee of European Banking Supervisors, Guidelines on the Application of the Supervisory Review Process under Pillar 2 (CP03 revised), 25 January 2006, 43 p.,
<http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/cebs/GL03.pdf>
- DG Internal Market, Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003, 15 November 2003, 23 p.,
http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm
- Dienst Communicatie van de Federale Ministerraad, Persbericht van de ministerraad van 7 november 2008, 7 november 2008, 26 p.
- Eerste Minister Yves Leterme, Verklaring van de regering over haar algemeen beleid, 14 oktober 2008, 14 p.,
<http://www.yvesleterme.be/sites/leterme/files/Beleidsverklaring.pdf>
- European Corporate Governance Forum, Annual Report 2006, 16 februari 2007, 18 p.
- European Corporate Governance Forum Working Group, Paper on Proportionality, Juni 2007, 32 p.
- European Corporate Governance Forum, Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration, 23 maart 2009, 3 p.
- Financial Reporting Council, The Combined Code on Corporate Governance, June 2008, 32 p.,
[http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined_Code_June_2008/Combined%20Code%20Web%20Optimized%20June%202008\(2\).pdf](http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined_Code_June_2008/Combined%20Code%20Web%20Optimized%20June%202008(2).pdf)
- FORTIS SA/NV, Fortis Governance Statement, 25 januari 2008, 63 p.,
http://www.holding.fortis.com/nl/governance/media/pdf/fortis_governance_statement_NL.pdf
- FORTIS SA/NV, Statuten, 18 p.,
http://www.holding.fortis.com/NL/Governance/media/pdf/Fortis_SANV_NL.pdf
- High Level Group of Company Law Experts, Report on Issues Related to Takeover Bids, 10 January 2002, 97 p.,
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf
- High Level Group of Company Law Experts, A modern regulatory framework for company law in Europe, 4 november 2002, 161 p.,
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf

- Institutional Shareholder Services, European Corporate Governance Institute and Shearman & Sterling, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 18 mei 2007, 148 p., http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf
- Kanselarij van de Eerste Minister, Persbericht van de ministerraad van 7 november 2008, 7 november 2008, 1-26
- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd., Report of the committee on the financial aspects of corporate governance (Cadbury Report), 1 december 1992, 90 p.
- WINTER, J., “Speech: Moving forward EU Corporate Governance and Company Law”, Leuven, 9 januari 2009

2 Rechtspraak

- HvJ C-90/63 en 91/63, *Commissie v. Luxemburg en België*, *Jur.* 1964, 631
- HvJ 8-11/66, *Cimenteries and others v. Commission EEC*, *Jur.* 1967, 91
- Opinie AG Werner in HvJ C-113/75, *Frecassetti v. Amministrazione delle finanze dello Stato*, *Jur.* 1976, 983
- HvJ C-182/83, *Fearon v. Irish Land Commission*, *Jur.* 1984, I, 3677
- HvJ C-293/83, *Gravier v. Ville de Liège*, *Jur.* 1985, I, 593
- HvJ C-281/85, C-283/85, 287/85, *Duitsland, Frankrijk, Verenigd Koninkrijk, Denemarken v. Commissie*, *Jur.* 1987, 3203
- HvJ C-310/85, *Deufil v. Commission*, *Jur.* 1987, 901
- HvJ C-322/88, *Grimaldi v. Fonds des maladies professionnelles*, *Jur.* 1989, I, 4407
- Ger. EG. T-105/95, *WWF UK v. Commission*, *Jur.* 1997, II, 313
- HvJ C-400/99, *Italië v. Commissie*, *Jur.* 2001, I, 7303
- HvJ C-367/98, *Commissie v. Portugal*, *Jur.* 2002, I, 4731
- HvJ C-382/99, *Netherlands v. Commission*, *Jur.* 2002, I, 5163
- HvJ C-483/99, *Commissie v. Frankrijk*, *Jur.* 2002, I, 4781
- HvJ C-98/01, *Commissie v. Verenigd Koninkrijk*, *Jur.* 2003, I, 4641

- Hoge Raad der Nederlanden 21 februari 2003, LJN: AF1486, *Hollandsche Beton Groep N.V. / Vereniging van Effectenbezitters*, OK 101, <http://zoeken.rechtspraak.nl/Default.aspx>
- Ger. EG. T-171/02, *Regione autonoma della Sardegna v. Commission*, *Jur.* 2005, II, 2123
- HvJ C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P, C-208/02 P en C-213/02 P, *Dansk Rørindustri A/S and Others v. Commission*, *Jur.* 2005, I, 5425
- Rb. Aarlen 19 mei 2005, *DAOR* 2007, 251-253, noot H. COUSY
- Opinie van AG Poiares Maduro in HvJ C-282/04, *Commissie v. Nederland*, *Jur.* 2006, I, p. 9141
- HvJ C-282/04, *Commissie v. Nederland*, *Jur.* 2006, I, 9141
- HvJ C-463/04, *Federconsumatori e.a. v. Comune di Milano e.a.*, *Jur.* 2007, I, 10419
- HvJ C-112/05, *Commissie v. Duitsland*, *Jur.* 2007, I, 8995
- KG Kh. Brussel 18 november 2008, J.-P A. e.a. / NV Fortis, NV Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 688-699
- KG Kh. Brussel 18 november 2008, CVBA Deminor International e.a. / NV Fortis, in aanwezigheid van NV Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas, *TRV* 2008, 699-711
- KG Brussel 12 december 2008, J.P. A. e.a. / NV Fortis, NV Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij en NV naar Frans recht BNP Paribas e.a., *TRV* 2009, 67-91

3 Regelgeving

- Geconsolideerde versie van het Verdrag betreffende de Europese Unie en het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, *Pb.C.* 9 mei 2008, afl. 115
- Verord. Eur. Parl. en de Raad nr. 1606/2002, 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen, *Pb.L.* 11 september 2002, afl. 243, 1-4
- Vierde Richtl. Raad nr. 78/660/EEG, 25 juli 1978 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g), van het Verdrag betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, *Pb.L.* 14 augustus 1978, afl. 222, 11-31
- Richtl. Raad nr. 79/279/EEG, 5 maart 1979 tot coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs, *Pb.L.* 16 maart 1979, afl. 66, 21-32

- Richtl. Raad nr. 83/349/EEG, 13 juni 1983 betreffende de geconsolideerde jaarrekening, *Pb.L.* 18 juli 1983, afl. 193, 1-17
- Richtl. Raad nr. 85/611/EEG, 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), *Pb.L.* 31 december 1985, afl. 375, 3-18
- Richtl. Raad nr. 88/627/EEG, 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurse genoteerde vennootschap, *Pb.L.* 17 december 1988, afl. 348, 62-65
- Richtl. Eur. Parl. en de Raad nr. 2004/25/EG, 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 142, 12-23
- Richtl. Eur. Parl. en de Raad nr. 2004/109/EG, 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2004, afl. 390, 38-57
- Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2006/43, 17 mei 2006 betreffende de wettelijke controles van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen, tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 84/253/EEG van de Raad, *Pb.L.* 9 juni 2006, afl. 157, 87-107
- Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2006/46, 14 juni 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen (Voor de EER relevante tekst), *Pb.L.* 16 augustus 2006, afl. 224, 1-7
- Richtl. Eur. Parl. en Raad nr. 2007/36, 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb.L.* 14 juli 2007, afl. 184, 17-24
- Aanbev.Comm. nr. 2004/913, 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (Voor de EER relevante tekst), *Pb.L.* 29 december 2004, afl. 385, 55-59
- Aanbev.Comm. nr. 2005/162, 15 februari 2005 betreffende de taak van niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurders of commissarissen van beursgenoteerde ondernemingen en betreffende de comités van de raad van bestuur of van de raad van commissarissen, *Pb.L.* 25 februari 2005, afl. 52, 51-63
- Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes, Congress of

the United States of America (Sarbanes-Oxley-Act), H.R. 3763, www.findlaw.com, 1-66

- Wet 13 mei 1873 houdende TITEL IX, BOEK I, van het WETBOEK VAN KOOPHANDEL, met betrekking tot de vennootschappen, *BS* 25 mei 1873
- Gecoördineerde Wetten op de handelsvennootschappen van 30 november 1935, *BS* 5 december 1935
- Wet 27 maart 1957 betreffende de gemeenschappelijke beleggingsfondsen en tot wijziging van het Wetboek der zegelrechten en het Wetboek der met het zegel gelijkgestelde taxes, *BS* 13 april 1957
- Wet 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *BS* 24 mei 1989
- Wet 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten, *BS* 22 december 1990
- Wet 18 juli 1991 tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van een doorzichtige organisatie van de markt van de ondernemingen en van de openbare overnameaanbiedingen, *BS* 26 juli 1991
- Wet 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen, *BS* 19 april 1993
- Wet 13 april 1995 tot wijziging van de wetten op de handelsvennootschappen, gecoördineerd op 30 november 1935, *BS* 17 juni 1995
- Wet 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *BS* 22 augustus 2002
- Wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten van, *BS* 4 september 2002
- Wet 15 september 2006 tot bescherming van de economische mededinging, gecoördineerd op 15 september 2006, *BS* 29 september 2006
- Wet 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 26 april 2007
- Wet 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen, *BS* 12 juni 2007
- Wet 17 december 2008 inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen, *BS* 29 december 2008

- Arrêté Royal nr. 26 du 31 octobre 1934 concernant le vote dans les sociétés commerciales, *MB* 2-3 novembre 1934
- KB 8 november 1989 op de openbare overnameaanbiedingen en de wijzigingen in de controle op vennootschappen, *BS* 11 november 1989
- KB van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging, *BS* 9 maart 1991
- KB 22 december 1995 betreffende de opneming van financiële instrumenten in de eerste markt van een effectenbeurs, *BS* 6 januari 1996
- KB 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *BS* 23 mei 2007
- KB 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 3 december 2007
- Besluit 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag, *Staatsblad* 30 december 2004, 747
- Voorstel voor een vijfde richtlijn van de Raad strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 58, lid 2, van het Verdrag om de belangen te beschermen, zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen, *Pb.C.* 13 december 1972, afl. 131, 49-61
- Voorstel voor een vijfde richtlijn van de Raad gebaseerd op artikel 54 van het EEG-Verdrag met betrekking tot de structuur van de naamloze vennootschap alsmede de bevoegdheden en verplichtingen van haar organen, *Pb.C.* 20 november 1991, afl. 321, 9
- Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen en de geconsolideerde jaarrekening, 27 oktober 2004, nr. COM 2004/725 def., 8
- Ontwerp van wet tot wijziging van de gecoördineerde wetten betreffende de handelsvennootschappen, *Parl. St. Kamer* 1979-80, nr. 387/1, 324
- Verslag namens de Commissie belast met de problemen inzake handels- en economisch recht uitgebracht door de heer Thierry GIET bij het wetsontwerp houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl. St. Kamer* 2000-01, 1211-14

- Verslag bij het wetsontwerp van 4 april 2002 houdende wijziging van het Wetboek van vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl. St.* Kamer 2001-02, nr. 1211/14, 264
- Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen, alsmede van artikel 1 van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl. St.* Senaat 2003-2004, nr. 3-387/1, 7
- Voorstel van wet tot wijziging van artikel 528 van het Wetboek van vennootschappen teneinde de hoofdelijke aansprakelijkheid van de bestuurders van vennootschappen ook te doen gelden in geval van niet-naleving van een code inzake *corporate governance*, *Parl. St.* Kamer 2005-2006, Doc. 51, 2111/001, 9
- Voorstel van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgisch actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, met het oog op een beter ondernemingsbestuur, *Parl. St.* Kamer 2008-09, nr. 1805/001
- Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel van 14 oktober 2008 inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen, *Parl. St.* Kamer 2008-09, nr. 1471/1
- Corporate Governance Committee, The Belgian Code on Corporate Governance, 12 maart 2009, 42 p.,
<http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorporateGov%20UK%202009%205.pdf>