

Faculteit Rechtsgeleerdheid

Universiteit Gent

Academiejaar 2009-10

**DE BESCHERMING VAN  
MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS IN  
RECHTSVERGELIJKEND PERSPECTIEF:  
LEXIMETRISCHE STUDIE VAN DE BELGISCHE  
BESCHERMINGSMAATREGELEN.**

Masterproef van de opleiding  
'Master in de rechten'

Ingediend door  
Vankemmelbeke Anne-Sophie

(Studentennummer: 20052972)  
(Major sociaal & economisch recht)

Promotor: prof. dr. Van der Elst Christoph  
(Commissaris: Hellebuyck Evelyne)



## VOORWOORD

Deze masterproef vormt de kroon op het werk van een vijfjarige studie in de Rechten aan de Universiteit Gent.

In maart 2009 heb ik een diepgaand onderzoek van de Belgische aandeelhoudersbescherming aangevat om dit te beëindigen eind februari 2010. De laatste maanden heb ik het werkstuk tekstueel vorm gegeven door me toe te leggen op het grafisch weergeven van de resultaten en het formuleren van verklaringen.

In het voorwoord wil ik van deze gelegenheid gebruik maken om een dankwoord te richten aan bepaalde mensen wier hulp onontbeerlijk was voor de ontwikkeling van deze thesis tot wat ze nu is geworden.

In de eerste plaats wil ik mijn promotor prof. dr. C. VAN DER ELST bedanken voor het aangeven van de leximetriscie richting van mijn werkstuk. De interesse in de aandeelhoudersbescherming en het economische waren reeds voordien sterk aanwezig, maar zijn de voorbije twee jaar enkel maar toegenomen.

Dit thesisonderwerp boeide me mateloos en deze interesse weerspiegelt zich dan ook in het uitgebreid karakter van het toegepaste onderzoek. Bedankt voor uw terechte opmerkingen en ondersteunende commentaren.

Vervolgens komt ook heel wat krediet aan mijn partner toe. Als Master in de bedrijfseconomie hebben zijn economische inzichten mij geholpen bij het uitvoeren van de correlatie- en regressieanalyses op het einde van mijn onderzoek. Daarnaast was hij ook mijn steun en toeverlaat tijdens de moeilijker momenten van de thesisjaren. Tot slot legde hij zich met veel plezier toe op de nalezing en correctie van dit werkstuk. Voor al dit en nog veel meer, bedankt.

Daarnaast wil ik ook vrienden en familie bedanken daar ik ook steeds bij hen terecht kon voor morele steun.

Tot slot bedank ik ook de administratieve medewerkers van de Facultaire Rechtsbibliotheek, van de vakgroep Economisch recht en vele andere instanties voor het beantwoorden van prangende vragen en hun vriendelijke medewerking.

# INHOUDSOPGAVE

VOORWOORD.....	I
INHOUDSOPGAVE.....	II
FIGUREN.....	VII
TABELLEN.....	VII
BIJLAGEN.....	VIII
<b>TITEL I. INLEIDING.....</b>	<b>1</b>
1. Inleiding.....	1
2. Begrenzing van het voorwerp : “de bescherming van minderheidsaandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen” .....	2
A. “Minderheidsaandeelhouder”: what’s in a name?.....	2
B. Bescherming .....	4
C. Genoteerde vennootschappen .....	5
3. Belang van de studie van minderheidsrechten?.....	7
<b>TITEL II. ONDERZOEKSOPZET: DE BELGISCHE BESCHERMING GETOETST AAN DE SIEMS &amp; LELE-INDEX.....</b>	<b>11</b>
1. Situering van deze studie in het bestaande theorieënarsenaal omtrent de vennootschap en de positie van de aandeelhouder .....	11
2. Op zoek naar antwoorden via de traditionele theorieën met behulp van de leximetrische benadering ...	14
3. Onderzoeksopzet, Onderzoeksvragen & Toevoeging aan de bestaande literatuur .....	20
A. Onderzoeksopzet.....	20
B. Onderzoeksvragen .....	22
C. Toevoegingen aan de bestaande literatuur .....	23
4. Methodologie.....	24
A. Luik een: Kwantificering.....	24
i. Database .....	24
❖ Dwingende wettelijke normen.....	24
❖ Soft law .....	27
❖ De praktijk.....	30
❖ Verhouding.....	30
ii. Codering aan de hand van een niet-binaire score .....	30
❖ Algemene kwantificering. ....	30
❖ Afzonderlijke scores bij de rechtsbronnen .....	32

iii.	Variabelen .....	34
B.	Luik twee: Bevindingen & Analyse .....	34
i.	Algemeen .....	34
ii.	Resultaten.....	35
❖	België t.o.v. de VS, het VK, Frankrijk, Duitsland, India: evolutie 1970 - 2005.....	35
❖	België 1970 tot 2009, verhouding bronnen, correlatie & regressie beursmarktevolutie en vennootschapsprestaties.....	35
C.	Luik drie: Conclusies.....	36
 <b>TITEL III. BEVINDINGEN .....</b>		<b>37</b>
1.	<b>Moelijkheden van de studie .....</b>	<b>37</b>
A.	Problemen met de index.....	37
I.	Nederlandse vertaling van de index van SIEMS & LELE.....	37
ii.	Algemene opmerkingen .....	42
❖	Vertaling van de index.....	42
❖	Vooropgestelde invulling van de scores.....	44
❖	Onjuiste compensatie van de afwezigheid van gewogen variabelen .....	45
❖	Afwezigheid van bepaalde topics.....	46
❖	Opsplitsing van de index in twee delen .....	49
iii.	Opmerkingen bij specifieke variabelen.....	50
❖	Variabele I.2.1. macht om de agenda te bepalen: algemene onderwerpen.....	50
❖	Variabele I.4.2. Vergemakkelijken van de anticipatie op aandeelhoudersbeslissingen .....	51
❖	Variabele I.5.2. informatie voorafgaand aan de algemene vergadering bij fusies .....	52
❖	Variabele I.7.2. individuele informatierechten los van de algemene vergadering .....	53
❖	Variabele I.9.3 samenstelling van bestuur: comités .....	54
❖	Variabele I.9.2. samenstelling bestuur: onafhankelijke bestuursleden .....	55
❖	Variabele I.12.1. duur van benoeming bestuur: normale duurtijd.....	57
❖	Variabele I.17. comply or complain bij Corporate Governancecode .....	58
B.	Kritieken op de wijze van codering.....	60
I.	Wijze van codering door SIEMS & LELE .....	60
❖	Rechtsbronnen.....	60
❖	Tussenscores.....	62
❖	Inconsistentie van de codificatie de facto .....	63
ii.	Wijze van codering door MEZELF .....	64
❖	Gebrek aan bronnen uit het verleden .....	64
❖	Variabele I.14. prioriteit van het aandeelhoudersbelang .....	64
❖	Geen weging van de variabelen .....	67
2.	<b>Resultaten.....</b>	<b>69</b>
A.	België in vergelijking met VS, VK, India, Frankrijk en Duitsland: evolutie 1970-2005 .....	69
i.	Aandeelhoudersbeschermingsniveau.....	69
❖	Het aandeelhoudersbeschermingsniveau met betrekking tot de totale aandeelhoudersbescherming .....	69
•	Trends & totaalscores.....	69
•	Common law -civil law .....	74
❖	Aandeelhoudersbeschermingsniveau voor aggregaten van gegroepeerde variabelen .....	76
•	Bescherming tegen het bestuur .....	76
•	Bescherming tegen andere aandeelhouders .....	79

ii.	Convergentie - Divergentie .....	82
❖	Hypothese: België als legal transplant van Frankrijk?.....	82
❖	Toets Convergentie: volledige aandeelhoudersbescherming .....	84
❖	Toets Convergentie: bescherming tegen bestuur en tegen aandeelhouders.....	85
❖	Toets Convergentie: verklaringen .....	86
❖	Totale Convergentie.....	89
iii.	Besluit.....	91
❖	Aandeelhoudersbeschermingsniveau .....	91
•	Ten opzichte van het bestuur .....	91
•	Ten opzichte van de grootaandeelhouders.....	92
❖	Convergentie op het vlak van aandeelhouderbescherming.....	93
❖	Conclusie: mengelmoes van theorieën .....	93
B.	Belgische evolutie 1970-2010 e.v.: België na 2005, verhouding tussen de bronnen, correlatie & regressie met vennootschapsprestaties en beursmarktevolutie. ....	94
i.	België: 1970-2010 e.v.: totaalscores .....	94
ii.	België 1970-2010 e.v.: onderscheid tussen wet - soft law - praktijk. ....	97
❖	Totale aandeelhoudersbescherming: bronnen .....	97
❖	Bescherming tegen bestuur - aandeelhouders .....	100
❖	Interpretatie van de bevindingen.....	102
iii.	België: correlatie aandeelhoudersbescherming - marktevolutie en vennootschapsprestaties.....	106
❖	Beursmarktevolutie: 1988-2008 .....	107
❖	Vennootschapsprestaties: 1997-2004 .....	110
❖	Interpretatie van de bevindingen.....	112
iv.	Besluit.....	116
❖	Op het vlak van de bronnen .....	116
❖	Op het vlak van de aandeelhoudersbeschermingsgraad .....	118

#### **TITEL IV. ALGEMEEN BESLUIT .....120**

<b>1.</b>	<b>Rechtsvergelijkende statistische analyse van 1970 tot 2005.....</b>	<b>120</b>
A.	Verklaringen op basis van de leximetrische resultaten uit deel A.....	120
i.	Sterke convergentie naar 2005 toe .....	120
ii.	Stijgende trend van de bescherming tegen het bestuur ten gevolge van regulatory capture, competition en incidentgedreven wetgeving .....	120
iii.	Beschermingsgraad tegen de grootaandeelhouder is hoger bij landen met geconcentreerd aandeelhouderschap en wordt doorkruist door socio-economische invloeden .....	121
iv.	Mengelmoes van theorieën .....	121
B.	Aanbevelingen op basis van de verklaringen uit deel A.....	122
i.	De zichtbare convergentie is geen goede evolutie .....	122
ii.	Voor Europese harmonisering is er weinig ruimte.....	122
<b>2.</b>	<b>De Belgische aandeelhoudersbescherming van 1970 tot 2010: bronnen en Law&amp;Finance .....</b>	<b>123</b>
A.	Verklaringen op basis van de leximetrische resultaten uit deel B.....	123
i.	Evolutie na 2005 .....	123
ii.	De bronnen.....	123
❖	Elke bron bewijst zijn nut.....	123
❖	Veel voordelen bij soft law als standaardbron .....	124
iii.	Correlatie- en regressieanalyse .....	124
❖	Een positieve regressie met beursmarktevolutie door een verhoogd vertrouwen. ....	124

❖ Een negatief verband met vennootschapsprestaties ten gevolge van een suboptimale aandeelhoudersbeschermingsgraad. ....	124
B. Aanbevelingen op basis van de verklaringen uit deel B .....	125
i. Less is more-approach.....	125
ii. Soft law als standaardbron en een marktgedreven model.....	125
3. Nut van deze leximetrische studie .....	126

**LIJST VAN GECONSULTEERDE WETGEVING .....127**

**BIBLIOGRAFISCHE LIJST .....131**

A. Rechtspraak.....	131
B. Rechtsleer.....	133

**BIJLAGEN.....146**

**1. Bijlagen: Toelichtingen bij Leximetrisch onderzoek ..... 146**

A. Leximetrisch onderzoek anno 1970 .....	146
B. Leximetrisch onderzoek anno 1973 .....	179
C. Leximetrisch onderzoek anno 1984 .....	185
D. Leximetrisch onderzoek anno 1986 .....	193
E. Leximetrisch onderzoek anno 1989 .....	195
F. Leximetrisch onderzoek anno 1991 .....	201
G. Leximetrisch onderzoek anno 1993 .....	210
H. Leximetrisch onderzoek anno 1995 .....	214
I. Leximetrisch onderzoek anno 1997 .....	220
J. Leximetrisch onderzoek anno 1999 .....	223
K. Leximetrisch onderzoek anno 2002 .....	232
L. Leximetrisch onderzoek anno 2005 .....	239
M. Leximetrisch onderzoek anno 2006 .....	251
N. Leximetrisch onderzoek anno 2007 .....	258
O. Leximetrisch onderzoek anno 2009 .....	264
P. Leximetrisch onderzoek anno 2010 e.v.....	276

**2. Bijlagen: codering met praktijktoets ..... 291**

A. België: totaalscores met praktijktoets .....	291
B. Convergentie met België met praktijktoets.....	292
i. België ten opzichte van Frankrijk.....	292
ii. België ten opzichte van het VK.....	293
iii. België ten opzichte van India .....	294
iv. België ten opzichte van Duitsland.....	295
v. België ten opzichte van de VS.....	296
C. België: onderscheid tussen de bronnen met praktijktoets .....	297
i. Wet.....	297
ii. Soft law .....	298
iii. Praktijk .....	299
D. Correlatie- en regressieanalyse: Belgische Beursmarktevolutie met praktijktoets.....	300
i. Beursmarktevolutie (MK/BBP) .....	300
ii. Beursmarktevolutie (MK/BBP - VK/BBP) .....	301
iii. Beursmarktevolutie (VK/BBP) .....	302

iv.	Beursmarktevolutie (TOR) .....	303
v.	Beursmarktevolutie (TOR - QGV/CAP) .....	304
vi.	Beursmarktevolutie (QGV/CAP).....	305
E.	Correlatie- en regressieanalyse: Belgische vennootschapsprestaties met praktijktoets.....	306
i.	Vennootschapsprestaties (RAS-REV) blad a .....	306
ii.	Vennootschapsprestaties (RAS-REV) blad b.....	307
<b>3.</b>	<b>Bijlagen: Codering zonder praktijktoets .....</b>	<b>308</b>
A.	België: totaalscores zonder praktijktoets .....	308
B.	Convergentie met België zonder praktijktoets.....	309
i.	België ten opzichte van Frankrijk.....	309
ii.	België ten opzichte van het VK.....	310
iii.	België ten opzichte van India .....	311
iv.	België ten opzichte van Duitsland.....	312
v.	België ten opzichte van de VS.....	313
C.	Convergentie met Frankrijk zonder praktijktoets .....	314
i.	Frankrijk ten opzichte van België.....	314
ii.	Frankrijk ten opzichte van het VK.....	315
iii.	Frankrijk ten opzichte van India .....	316
iv.	Frankrijk ten opzichte van Duitsland.....	317
v.	Frankrijk ten opzichte van de VS.....	318
D.	Convergentie met Duitsland zonder praktijktoets .....	319
i.	Duitsland ten opzichte van België .....	319
ii.	Duitsland ten opzichte van het VK .....	320
iii.	Duitsland ten opzichte van India .....	321
iv.	Duitsland ten opzichte van Frankrijk .....	322
v.	Duitsland ten opzichte van de VS .....	323
E.	Convergentie met het VK zonder praktijktoets .....	324
i.	Het VK ten opzichte van België.....	324
ii.	Het VK ten opzichte van Frankrijk.....	325
iii.	Het VK ten opzichte van Duitsland.....	326
iv.	Het VK ten opzichte van India .....	327
v.	Het VK ten opzichte van de VS.....	328
F.	Convergentie met India zonder praktijktoets .....	329
i.	India ten opzichte van België .....	329
ii.	India ten opzichte van Frankrijk .....	330
iii.	India ten opzichte van Duitsland .....	331
iv.	India ten opzichte van het VK.....	332
v.	India ten opzichte van de VS .....	333
G.	Convergentie met de VS zonder praktijktoets.....	334
i.	De VS ten opzichte van België.....	334
ii.	De VS ten opzichte van Frankrijk .....	335
iii.	De VS ten opzichte van Duitsland.....	336
iv.	De VS ten opzichte van India .....	337
v.	De VS ten opzichte van het VK.....	338
H.	België: onderscheid tussen de bronnen zonder praktijktoets .....	339
i.	Wet.....	339
ii.	Soft law .....	340
iii.	Praktijk .....	341



## **FIGUREN**

Figuur 1: Aandeelhoudersbescherming: vergelijking 6 landen (soft law met praktijktoets) .....	70
Figuur 2: Aandeelhoudersbescherming: vergelijking 6 landen (soft law met praktijktoets) .....	71
Figuur 3 Aandeelhoudersbescherming: vergelijking common law-civil law (soft law zonder praktijktoets).....	75
Figuur 4 Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur: vergelijking 6 landen (soft law zonder praktijktoets) .....	76
Figuur 5 Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders: vergelijking 6 landen (soft law zonder praktijktoets).....	79
Figuur 6 Aandeelhoudersbescherming: vergelijking België - Frankrijk (soft law zonder praktijktoets) .....	83
Figuur 7 Aandeelhoudersbescherming: convergentie België (soft law zonder praktijktoets) .....	84
Figuur 8 Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur: convergentie België (soft law zonder praktijktoets) .....	85
Figuur 9 Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders: convergentie België (soft law zonder praktijktoets).....	86
Figuur 10 Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur: convergentie India (soft law zonder praktijktoets) .....	87
Figuur 11 Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur: convergentie Frankrijk (soft law zonder praktijktoets) ..	88
Figuur 12 Aandeelhoudersbescherming: totale convergentie (soft law zonder praktijktoets) .....	89
Figuur 13 Aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur: totale convergentie (soft law zonder praktijktoets) ..	90
Figuur 14 Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders: totale convergentie (soft law zonder praktijktoets).....	91
Figuur 15: Aandeelhoudersbescherming België (soft law met praktijktoets) .....	95
Figuur 16 Aandeelhoudersbescherming België: vergelijking bescherming tegen bestuur & tegen aandeelhouders (soft law met praktijktoets) .....	96
Figuur 17 Aandeelhoudersbescherming België: onderscheid bronnen (soft law met praktijktoets) .....	97
Figuur 18: Aandeelhoudersbescherming België: soft law vergelijking met / zonder praktijktoets .....	99
Figuur 19: Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur België: onderscheid bronnen (soft law met praktijktoets) .....	100
Figuur 20 Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders België: onderscheid bronnen (soft law met praktijktoets).....	101
Figuur 21:Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders België: vergelijking soft law met / zonder praktijktoets .....	102
Figuur 22: Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur België: vergelijking soft law met / zonder praktijktoets .....	102
Figuur 23: Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur België: vergelijk soft law - wet.....	105

## **TABELLEN**

Tabel 1: correlatie & regressie: totale aandeelhoudersbescherming en beursmarktevolutie .....	108
Tabel 2: correlatie & regressie: aandeelhoudersbescherming I.12.1, I.12.2, I.14.2, I.10.3, II.2 en beursmarktevolutie .....	109
Tabel 3: correlatie en regressie: aandeelhouderbescherming tegen bestuur en beursmarktevolutie .....	109
Tabel 4: correlatie & regressie: aandeelhoudersbescherming totaal en vennootschapsprestaties .....	111
Tabel 5: correlatie & regressie: aandeelhoudersbescherming tegen bestuur en vennootschapsprestaties .....	111

# BIJLAGEN

<b>1.</b>	<b><u>Bijlagen: Toelichtingen bij Leximetrisch onderzoek</u></b>	<b>146</b>
A.	Leximetrisch onderzoek anno 1970	146
B.	Leximetrisch onderzoek anno 1973	179
C.	Leximetrisch onderzoek anno 1984	185
D.	Leximetrisch onderzoek anno 1986	193
E.	Leximetrisch onderzoek anno 1989	195
F.	Leximetrisch onderzoek anno 1991	201
G.	Leximetrisch onderzoek anno 1993	210
H.	Leximetrisch onderzoek anno 1995	214
I.	Leximetrisch onderzoek anno 1997	220
J.	Leximetrisch onderzoek anno 1999	223
K.	Leximetrisch onderzoek anno 2002	232
L.	Leximetrisch onderzoek anno 2005	239
M.	Leximetrisch onderzoek anno 2006	251
N.	Leximetrisch onderzoek anno 2007	258
O.	Leximetrisch onderzoek anno 2009	264
P.	Leximetrisch onderzoek anno 2010 e.v.	276
<b>2.</b>	<b><u>Bijlagen: codering met praktijktoets</u></b>	<b>291</b>
A.	<u>België: totaalscores met praktijktoets</u>	291
B.	<u>Convergentie met België met praktijktoets</u>	292
i.	België ten opzichte van Frankrijk	292
ii.	België ten opzichte van het VK	293
iii.	België ten opzichte van India	294
iv.	België ten opzichte van Duitsland	295
v.	België ten opzichte van de VS	296
C.	<u>België: onderscheid tussen de bronnen met praktijktoets</u>	297
i.	Wet	297
ii.	Soft law	298
iii.	Praktijk	299
D.	<u>Correlatie- en regressieanalyse: Belgische Beursmarktevolutie met praktijktoets</u>	300
i.	Beursmarktevolutie (MK/BBP)	300
ii.	Beursmarktevolutie (MK/BBP - VK/BBP)	301
iii.	Beursmarktevolutie (VK/BBP)	302
iv.	Beursmarktevolutie (TOR)	303
v.	Beursmarktevolutie (TOR - QGV/CAP)	304
vi.	Beursmarktevolutie (QGV/CAP)	305
E.	<u>Correlatie- en regressieanalyse: Belgische vennootschapsprestaties met praktijktoets</u>	306
i.	Vennootschapsprestaties (RAS-REV) blad a	306
ii.	Vennootschapsprestaties (RAS-REV) blad b	307
<b>3.</b>	<b><u>Bijlagen: Codering zonder praktijktoets</u></b>	<b>308</b>
A.	<u>België: totaalscores zonder praktijktoets</u>	308
B.	<u>Convergentie met België zonder praktijktoets</u>	309
i.	België ten opzichte van Frankrijk	309
ii.	België ten opzichte van het VK	310
iii.	België ten opzichte van India	311
iv.	België ten opzichte van Duitsland	312
v.	België ten opzichte van de VS	313

<u>C.</u>	<u>Convergentie met Frankrijk zonder praktijktoets</u> .....	314
i.	Frankrijk ten opzichte van België.....	314
ii.	Frankrijk ten opzichte van het VK.....	315
iii.	Frankrijk ten opzichte van India .....	316
iv.	Frankrijk ten opzichte van Duitsland .....	317
v.	Frankrijk ten opzichte van de VS.....	318
<u>D.</u>	<u>Convergentie met Duitsland zonder praktijktoets</u> .....	319
i.	Duitsland ten opzichte van België.....	319
ii.	Duitsland ten opzichte van het VK.....	320
iii.	Duitsland ten opzichte van India .....	321
iv.	Duitsland ten opzichte van Frankrijk .....	322
v.	Duitsland ten opzichte van de VS .....	323
<u>E.</u>	<u>Convergentie met het VK zonder praktijktoets</u> .....	324
i.	Het VK ten opzichte van België.....	324
ii.	Het VK ten opzichte van Frankrijk.....	325
iii.	Het VK ten opzichte van Duitsland.....	326
iv.	Het VK ten opzichte van India .....	327
v.	Het VK ten opzichte van de VS.....	328
<u>F.</u>	<u>Convergentie met India zonder praktijktoets</u> .....	329
i.	India ten opzichte van België .....	329
ii.	India ten opzichte van Frankrijk .....	330
iii.	India ten opzichte van Duitsland .....	331
iv.	India ten opzichte van het VK.....	332
v.	India ten opzichte van de VS .....	333
<u>G.</u>	<u>Convergentie met de VS zonder praktijktoets</u> .....	334
i.	De VS ten opzichte van België.....	334
ii.	De VS ten opzichte van Frankrijk .....	335
iii.	De VS ten opzichte van Duitsland .....	336
iv.	De VS ten opzichte van India .....	337
v.	De VS ten opzichte van het VK.....	338
<u>H.</u>	<u>België: onderscheid tussen de bronnen zonder praktijktoets</u> .....	339
i.	Wet.....	339
ii.	Soft law .....	340
iii.	Praktijk .....	341

# TITEL I. INLEIDING

## 1. INLEIDING

De bescherming van de minderheidsaandeelhouders is de laatste jaren het gespreksonderwerp bij uitstek, zowel op nationaal als internationaal niveau. De recente financiële crisis heeft deze aandacht nog eens extra versterkt.

Deze crisis heeft immers vele kleine beleggers, onder hen ook aandeelhouders, diep onder de gordel getroffen. Maar schandalen zijn van alle tijden. Schandalen zoals Worldcom, Enron en Xerox in de Verenigde Staten en L&H, Ahold en Parmalat in Europa zijn hiervan slechts enkele voorbeelden.

Dergelijke praktijken doen meer en meer de vraag rijzen naar de bescherming van de aandeelhouder. Het economisch systeem is immers gebaseerd op het vertrouwen van de belegger en de kapitaalhouder wenst dan ook een graad van zekerheid omtrent de goede besteding van zijn vermogen en toekomstige rendementen.

Het probleem is dat de belangen van de verschillende organen binnen een onderneming sterk uiteenlopend zijn. Dit principal-agencyprobleem, waartoe scheiding van eigendom en bestuur toe leidt, kan onder meer worden opgevangen aan de hand van Corporate Governance. Aandeelhoudersbescherming is hier slechts één aspect van, maar daarom niet het minste.

Het is de dag van vandaag dan ook een sterk gedebatteerd topic zowel in de Europese als de nationale geledingen, zo blijkt ondermeer uit de vraag naar de hogere transparantie van de vergoedingen van topmanagers, de aandeelhoudersrichtlijn, de Corporate Governance codes, enz.

De academische wereld ontwikkelde reeds verschillende theorieën over aandeelhoudersbescherming en ze puilt uit van de praktijkstudies, aanbevelingen enz.

Het valt echter wel op dat België hierin zelden aan bod komt.

Deze studie zal dan ook een bijdrage proberen te leveren aan het bestaande informatiegeheel door via een nieuwe methodologie (i.e. leximetrie) de vraag naar de aandeelhoudersbeschermingsgraad, -evolutie, -bronnen en -efficiëntie te analyseren op het Belgische niveau.

## 2. BEGRENZING VAN HET VOORWERP : “DE BESCHERMING VAN MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS IN BEURSGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN”

### A. “Minderheidsaandeelhouder”: what’s in a name?

De **aandeelhouder** is economisch gezien de eigenaar van de vennootschap. Hij bezit een participatiebelang in het kapitaal van de vennootschap bestaande uit kleine eenheden, aandelen genoemd. Traditioneel wordt aan een aandeel twee categorieën rechten verbonden: een aandeel omvat enerzijds lidmaatschapsrechten (o.m. stemrecht op de algemene vergadering) en anderzijds vermogensrechten (o.a. recht op dividenden). Deze rechten worden toegekend in functie van het aantal en de categorie van aandelen die men bezit. Sommige rechtsstelsels voorzien soms in bijzondere categorieën van aandelen vb. met of zonder specifieke of bijkomende stemrechten. De moderne financieringswereld heeft naast de wettelijke ook heel wat alternatieve modellen uitgevonden, waardoor een algemene categorisering onmogelijk is geworden.<sup>1</sup>

Naar Belgisch recht is een aandeelhouder *sensu stricto* de houder van effecten die een deel van het kapitaal vertegenwoordigen én stemrecht geven aan de houder. Sinds de wijziging van art. 651 W. Venn. is het niet meer strafbaar met andermans effecten te stemmen. De houder is dus niet noodzakelijk de economische werkelijke eigenaar.<sup>2</sup>

Deze studie zal zich uitsluitend toespitsen op de positie van de **minderheidsaandeelhouder**.

Het antwoord op de vraag **waarom** we ons in feite toespitsen op de minderheidsaandeelhouder, vinden we terug in het onderscheid van rechtstelsels op vlak van machtsverhoudingen. Het merendeel van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen hebben hoofdzakelijk een sterk geconcentreerd aandeelhouderschap, waarbij de macht dus voornamelijk in handen van een grootaandeelhouder zit. De minderheidsaandeelhouder kan minder tegenstand bieden zowel tegen het bestuur als tegen de grootaandeelhouder. Belgische beschermingsmaatregelen moeten zich dus meer toespitsen op de bescherming van deze minderheid, meer dan op de aandeelhouder in het algemeen.

Het begrip ‘**minderheid**’ is een in eerste instantie een wettelijk concept, voor de definiëring waarvan men moet terugvallen op het begrip meerderheid. Meerderheid wordt meestal afgebakend m.b.v. verschillende parameters zoals de stemkracht of kapitaalparticipatie. Deze parameters vallen meestal niet samen, gelet op het bestaan in sommige rechtstelsels van

---

<sup>1</sup> E. PERAKIS, “General Report” in E. PERAKIS (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussel, Bruylant, 2004, 16.

<sup>2</sup> L. VAN DEN STEEN, “De richtlijn aandeelhoudersrechten in genoteerde vennootschappen: toekomstperspectieven voor het Belgisch vennootschapsrecht”, *TRV*2008, 424-462.

aandelen zonder stemrecht en aandelen met meervoudig stemrecht. Dit leidt tot het besluit dat het begrip minderheid een sterk variërende noemer is. De meerderheid is meestal zichtbaar in de algemene vergadering, zijnde de institutionele bijeenkomst van de aandeelhouders. Hier wordt meerderheidsmacht dan gedefinieerd in functie van de regels op het gebied van stemmen van bepaalde besluiten. De meerderheidsmacht wordt ook uitgeoefend buiten de algemene vergadering. Dit is bijvoorbeeld het geval waar de raad van bestuur geïdentificeerd kan worden met de grootaandeelhouders. De macht van de meerderheid wordt dan uitgeoefend door de bestuurders zelf.

Naast de wettelijke notie minderheid, is het ook een feitenkwestie. Men wordt niet geboren als en blijft niet noodzakelijk voor de rest van zijn leven een minderheidsaandeelhouder. De hoedanigheid van minderheidsaandeelhouder hangt o.a. ook in ruime mate af van de aandeelhoudersstructuur in de vennootschap. Bij een sterk verspreid aandeelhouderschap is iedereen virtueel een minderheidsaandeelhouder.<sup>3</sup>

Er zijn verschillende methodes om een minderheidsgroep te determineren. Zo kunnen rechten verstrekt worden aan de aandeelhoudersgroep die een bepaald percentage van het kapitaal bezitten. Ook kan verwezen worden naar een minimale nominale waarde van de aandelen. Beide technieken worden dan ook gecombineerd wat soms aanleiding geeft tot ingewikkelde constructies. Over het algemeen kan wel gesteld worden dat degene met een 50%-aandeel moeilijk kan beschouwd worden als een minderheid, hoewel in bepaalde omstandigheden ook deze aandeelhouder bepaalde minderheidsrechten verdient zoals in deadlocksituaties.<sup>4</sup> Tot slot kan ook nog gewezen worden op het fenomeen van de minderheid van de minderheid vb. in situaties waar een individuele aandeelhouder de steun nodig heeft van anderen om acties te ondernemen.<sup>5</sup>

Dit alles leidt tot de conclusie dat de notie “minderheidsaandeelhouder” een brede noemer van omstandigheden en (groepen van) personen omvat, die onmogelijk kunnen worden gecatalogeerd en waarvan de inhoud verschilt van rechtstelsel tot rechtstelsel en van situatie tot situatie.

---

<sup>3</sup> E. J. BOROS, *Minority Shareholders' Remedies*, Oxford, Clarendon Press, 1995, 15.

<sup>4</sup> Onder deadlocksituaties begrijpen we algemeen situaties waarbij men terecht komt in een padstelling. Zo bijvoorbeeld kan gewezen worden op de situatie waar een grootaandeelhouder elementen wil realiseren ten voordele van de vennootschap maar ten nadele van een minderheid waarvoor hij een bijzondere meerderheid heeft. Daarvoor kan de in België gekende theorie van misbruik van minderheid deze ‘grootaandeelhouder’ beschermen.

<sup>5</sup> E. PERAKIS, “General Report” in E. PERAKIS (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussel, Bruylant, 2004, 17-22.

## **B. Bescherming**

De bescherming van minderheden kent vele facetten. In tegenstelling tot wat ieder zich er traditioneel bij voorstelt, is het concept ruimer dan “subjectieve rechten” alleen. Het is een complex normatief web waarbij uiteenlopende methodes gebruikt worden om de macht van de meerderheid te beperken.

Voor de bescherming van minderheidsaandeelhouders wordt op de eerste plaats het volledige vennootschapsrecht gehanteerd. Onder meer de regelen m.b.t. de structuur en de werking van een vennootschap zoals vb. volstorting en behoud van kapitaal, de plichten van de bestuurders en de boekhoudkundige regels waaronder het ‘true and fair view’-principe<sup>6</sup> kunnen rechtstreeks of onrechtstreeks voorzien in een zekere bescherming.

Daarnaast draagt bijvoorbeeld ook het kapitaalmarktenrecht bij tot een globale bescherming. Deze rechtstak bevat onder meer regels m.b.t. het openbaar aanbod, beurstransacties en beschikt ook in de meeste landen over een speciale autoriteit om toe te zien op de naleving ervan. Waar men dit traditioneel aanschouwde als een instrument ter bescherming van de investeerder in het algemeen, wordt vandaag meer verwezen naar de interactie met het vennootschapsrecht en de concrete bijdrage tot aandeelhoudersbescherming.<sup>7</sup>

De aard van de juridische regels m.b.t. minderheidsrechten verschilt naargelang het rechtsstelsel. In civielrechtelijk georiënteerde landen<sup>8</sup> en o.a. ook Japan zijn de meesten dwingend van aard. Amerikaans vennootschapsrecht is meestal suppletief van aard.<sup>9</sup> Soms wordt ook voorzien in een opt-outsysteem, maar zelfs in dergelijke situaties bleek dat de standaardregels toch een grote aantrekkingskracht hebben en aldus worden toegepast.<sup>10</sup>

---

<sup>6</sup> Wet van 5 december 1984 tot wijziging van de wetten op de handelsvennootschappen, gecoördineerd op 30 november 1985, *BS* 12 december 1984, 15612. Deze wet kwam er ter uitvoering van de vierde richtlijn 78/660 EEG van de Raad van de jaarrekening betreffende bepaalde vennootschapsvormen, *Pb. L.* 14 augustus 1978, afl. 222, 11-13: hierna “vierde richtlijn”.

KB van 21 april 2007 tot omzetting van bepalingen van Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 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, *BS* 27 april 2007, 22868. Dit KB kwam er ter uitvoering van de zevende richtlijn 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, hierna “zevende richtlijn”, *Pb. L.* 18 juni 1983, afl. 193, 1.

<sup>7</sup> E. PERAKIS, “General Report” in E. PERAKIS (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussel, Bruylant, 2004, 35.

<sup>8</sup> O.a. K. J. HOPHT, “Minority rights under German law” in E. PERAKIS (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussel, Bruylant, 2004, 373-389; L. TIMMERMAN en A. DOORMAN, “Rights of minority shareholders in the Netherlands” in E. PERAKIS (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussel, Bruylant, 2004, 463-483.

<sup>9</sup> E. PERAKIS, “General Report” in E. PERAKIS (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussel, Bruylant, 2004, 24.

<sup>10</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 1998, 1113.

Gelet op de grote diversiteit in de beschermingsmaatregelen zal in deze studie dan ook slechts gebruik gemaakt worden van een limitatieve lijst beschermingsmiddelen, maar wordt er wel rekening gehouden met het al dan niet dwingend karakter van de regelgeving.<sup>11</sup>

### C. Genoteerde vennootschappen

Deze studie beperkt zich voorts tot de bespreking van bescherming binnen beursgenoteerde vennootschappen. Naar Belgisch recht worden deze in art. 4 W. Venn. gedefinieerd als: “vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling van de gereguleerde markt in de zin van artikel 2, 3° van de Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten”.<sup>12</sup> Het betreft elke Belgische of buitenlandse gereguleerde markt. Voorbeeld hiervan zijn Eurolist by Euronext Brussels en de Markt voor Afgeleide Producten.

Een genoteerde vennootschap is tevens een vennootschap die een openbaar beroep doet op het spaarwezen (art. 438 lid 1 W. Venn.); de omgekeerde stelling klopt niet altijd.<sup>13</sup>

De facto komen in België enkel de effecten van de NV, de commanditaire vennootschap op aandelen en de Societas Europaea (SE) in aanmerking voor beursnotering. Gelet op het feit dat de NV een veel populairdere en frequenter gebruikte vennootschapsvorm is<sup>14</sup> en dat de SE nog maar kan worden opgericht sinds 2004 (dus waarover weinig cijfer- en studiemateriaal beschikbaar is), zal deze studie zich enkel toespitsen op de regels voor de NV.

De beperking tot ‘beursgenoteerde’ vennootschappen heeft tot gevolg dat in principe o.m. rekening moeten gehouden worden met het Mifid-KB<sup>15</sup>, de Overnamewet van 1 april 2007<sup>16</sup>

---

<sup>11</sup> Meer over de methodologie zie infra Titel II, Hoofdstuk 4, A, i: p. 18.

<sup>12</sup> Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39.121-39.241.

<sup>13</sup> L. VAN DEN STEEN, “De richtlijn aandeelhoudersrechten in genoteerde vennootschappen: toekomstperspectieven voor het Belgisch vennootschapsrecht”, *TRV* 2008, 424.

<sup>14</sup> Zie de structurele statistieken van ondernemingen op de website van de FOD Economie: FOD ECONOMIE, “Demografie van de ondernemingen”, [http://www.statbel.fgov.be/figures/d422\\_nl.asp#1](http://www.statbel.fgov.be/figures/d422_nl.asp#1). In 2006 werden 28016 vennootschappen opgericht, waaronder 2277 NV's en slechts 752 CV's.

<sup>15</sup> Koninklijk besluit van 27 april 2007 tot omzetting van de Europese richtlijn betreffende de markten voor financiële instrumenten, *B.S.* 31 mei 2007 (hierna het “KB 27 april 2007”); KB van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, *B.S.* 18 juni 2007 (hierna het “MIFID-KB”) Deze KB's zijn een omzetting van de Markets in Financial Instruments Directive. Deze Europese richtlijn is bedoeld om één Europese financiële markt te creëren en de belangen van particuliere beleggers te beschermen. Voor banken en andere financiële partijen betekent de wetgeving onder meer dat zij meer gegevens moeten publiceren. Daar staat tegenover dat zij mogen concurreren met bestaande beursbedrijven als Euronext en Deutsche Börse. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende de markten voor financiële instrumenten, *Pb. L.* 30 april 2004, afl. 145, 1-44; Verordening (EG) nr. 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende



en twee KB's van 27 april 2008<sup>17</sup> (ter omzetting van de openbare overnamebodrichtlijn 2004/25/EG<sup>18</sup>), de Wet van 12 april 2007<sup>19</sup> (beter bekend als de Transparantiewet), en het relevante uitvoerings-KB van 14 februari 2008<sup>20</sup> (beiden ter uitvoering van de transparantierichtlijn 2004/109/EG<sup>21</sup>), de wetgeving ter uitvoering van Europese boekhoudkundige verplichtingen de Wet van 5 december 1984<sup>22</sup> en het KB van 21 april 2007<sup>23</sup>, de nog niet omgezette Richtlijn Aandeelhoudersrechten 2007/36/EG<sup>24</sup>, enz. Daarnaast zullen ook een aantal regels niet van toepassing zijn zoals vb. de Belgische regeling voor belangenconflicten van art. 523 W. Venn.

Niettemin moet worden in acht genomen dat het beperken van de studie tot aandeelhouders ook een impact zal hebben op de geraadpleegde literatuur. Regels zoals deze van insider trading, transparantie van financiële informatie en de accounting standaarden zijn voornamelijk gericht zijn op bescherming van de investeerder in de ruime zin. Deze zullen dan ook niet in detail worden gescreend.

---

verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft, *Pb. L.* 2 september 2006, afl. 241, 1-25.

<sup>16</sup> Wet van 1 april 2007 houdende overnamebiedingen, *BS* 26 april 2007, 22378.

<sup>17</sup> KB van 27 april 2007 houdende de overnamebiedingen, *BS* 27 april 2007, 27736.

<sup>18</sup> Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Pb. L.* 30 april 2004, afl. 142, 12-23.

<sup>19</sup> Wet van 12 april 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt, *BS* 12 juni 2007, 31588.

<sup>20</sup> KB van 14 februari 2008 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen, *BS* 4 maart 2008, 13036.

<sup>21</sup> Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, *Pb. L.* 31 december 2004, afl. 390, 38-57.

<sup>22</sup> Wet van 5 december 1984 tot wijziging van de wetten op de handelsvennootschappen, gecoördineerd op 30 november 1935, *BS* 12 december 1984, 15612. Deze wet kwam er ter uitvoering van o.m. de Vierde Richtlijn 78/660/EEG van de Raad van 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.

<sup>23</sup> KB van 21 april 2007 tot omzetting van bepalingen van de Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 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, *BS* 27 april 2007, 22868 en KB 25 april 2007 tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen met het oog op het omzetten van bepalingen van de Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 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, *BS* 27 april 2007, 22946.

Deze KB's vormen de omzetting van Richtlijn 2006/43/EG van 17 mei 2006 betreffende de wettelijke controles van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen, *Pb. L.* 9 juni 2006, afl. 157, 87-107.

<sup>24</sup> Deze richtlijn moest ten laatste omgezet zijn op 9 augustus 2009. Gelet op de afwerking van deze masterproef in mei 2010 zullen de regels reeds in dit onderzoek worden verwerkt. (zie infra p. 18 e.v.)

Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb. L.* 14 juli 2007, afl. 184, 17-24.

### 3. BELANG VAN DE STUDIE VAN MINDERHEIDSRECHTEN?

Het vraagstuk van de aandeelhoudersbescherming kan gesitueerd worden in het ruimere “principal-agencyprobleem”. Het betreft het conflict dat zich voordoet wanneer de agent de taak wordt toebedeeld om de belangen van de principaal te behartigen en zijn (on)rechtstreekse verkregen macht gebruikt in zijn eigen belang. Het betreft m.a.w. de conflicten n.a.v. de scheiding van zeggenschap en kapitaal.<sup>25</sup>

HEINRICH identificeert dit probleem tussen bepaalde categorieën partijen: tussen aandeelhouder en topmanagement, tussen controlerende en minderheidsaandeelhouders en tussen aandeelhouders en schuldeisers.<sup>26</sup> (Er moet worden opgemerkt dat dit slechts een beperkte selectie is en andere stakeholders zoals o.a. werknemers buiten beschouwing laat.)

Deze studie zal zich toeleggen op de eerste twee belangenconflicten, de conflictsituaties binnen de Corporate Governance Tripod, zijnde tussen het management, de raad van bestuur en de (controlerende en minderheids)aandeelhouders.

Waar de eerste probleemsituatie<sup>27</sup> zich voornamelijk ontpopt in BERLE en MEANS vennootschappen, het prototype met een meer verspreid aandeelhouderschap<sup>28</sup> en waar een grotere nood aan scheiding tussen zeggenschap en eigendom is, vindt men de tweede vete veelal terug in een model waar meer grootaandeelhouders en dus een sterkere concentratie aan aandeelhouders te vinden zijn.

Deze conflictsituaties brengen heel wat kosten met zich mee. Aandeelhouders zullen zowel de winst van het bedrijf als een verhoogde marktwaarde van hun aandelen mislopen doordat managers de voorkeur geven aan de investering van overtollige kasmiddelen met het oog op de verwezenlijking van persoonlijke doelstellingen. Ook zullen monitoringkosten, gemaakt om de belangen van het bestuur in de gewenste richting te sturen, gedragen worden door een actieve aandeelhouder. Van deze situatie wordt dan weer geprofiteerd door alle andere

---

<sup>25</sup> Dit *agency*-probleem werd reeds onderkend door Adam SMITH in de 18e eeuw:

A. SMITH, *An inquiry into the Nature and the Causes of the Wealth of Nations*, New York, Random House, 1776, 70.

<sup>26</sup> H.P. RALPH, *Complementaries in Corporate Governance*, Berlin, Springer, 2002, 4.

<sup>27</sup> JENSEN en MECLING formaliseerden deze problematiek tussen aandeelhouders en managers. M.C. JENSEN en W.H. MECKLING, “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 1976, 305-360.

<sup>28</sup> Waar BERLE en MEANS dit prototype vnl. situeerden in grote (Amerikaanse) vennootschappen, worden deze empirische bevindingen in recente studies genuanceerd en worden ook in grote (Amerikaanse) vennootschappen heel wat meerderheidsaandeelhouders geïdentificeerd.

S. CLAESSENS, J.P.H. FAN, S. DJANKOV, L.H.P. LANG, “On expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia”, 1999, 1-51, [www.ssrn.com/abstract=202390](http://www.ssrn.com/abstract=202390); M. FACCIO, L.H.P. LANG, “The ultimate ownership of western European corporations”, *Journal of Financial Economics*, 365-395; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, en A. SHLEIFER, “Corporate Governance around the World”, 1998, 1-2, [www.ssrn.com/abstract=103130](http://www.ssrn.com/abstract=103130).

stakeholders (free riding) waardoor op termijn de incentive tot activisme van de eerstgenoemde verdwijnt.<sup>29</sup>

Het is duidelijk dat er moet gezocht worden naar juridische oplossingen<sup>30</sup> om hier een evenwicht te creëren.

Hier komt het Corporate Governanceprincipe op de proppen.

Zoals CADBURY het reeds definieerde, betreft het “the system by which business corporations are directed and controlled”. Corporate Governance is dus het geheel van mechanismen waarbij er gestreefd wordt naar ‘goed bestuur’. De doelstelling is om kapitaalverstrekkers aan te trekken en op een efficiënte wijze de economische waarde op lange termijn voor aandeelhouders te maximaliseren tezamen met de welvaart van de maatschappij. Corporate Governance probeert aldus de conflicterende belangen van alle partijen met elkaar te verzoenen en dit met het oog op het beste resultaat en een zo laag mogelijke kost.

Voor de realisatie van een effectieve Corporate Governance worden verschillende oplossingen naar voor geschoven: vermeldenswaardig zijn o.m. transparantie<sup>31</sup>, wijzigingen in de structuur van de raad van bestuur<sup>32</sup>, bescherming en de afdwingbaarheid van de rechten en prerogatieven van aandeelhouders,<sup>33</sup> enz.

Deze studie zal vertrekken van de laatstgenoemde hypothese: de bescherming en afdwingbaarheid van de rechten van aandeelhouders. Voorgaande studies hebben reeds

---

<sup>29</sup> A. SHLEIFER en R.W. VISHNY, “A survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance* 1999, 737-783.

<sup>30</sup> LA PORTA et. al. zien ook een ander mogelijkheid om het Corporate Governance probleem op te lossen. Zij stellen dat vennootschappen die externe financiering zoeken, zullen opteren voor een wettelijk regime waar meer minderheidsbescherming wordt voorzien maar zonder expliciet voorgeschreven wettelijke vormen. Niettemin concluderen ze uiteindelijk toch dat, niettegenstaande deze markaanpassingen, bestaande eigendomsstructuren primair een antwoord zijn op de juridische leefwereld waarin de vennootschap werkzaam is. Competitie voor financiering kan de convergentie van eigendomsstructuren verhogen, maar zo'n convergentie zou zich zeer traag veruitwendigen zonder gepaste juridische ondersteuning. Dus ook zij zien de noodzaak van juridische ondersteuning in. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES en A. SCHEIFFER, “Corporate ownership around the World”, 1998, 37, [www.ssrn.com/abstract=103130](http://www.ssrn.com/abstract=103130).

<sup>31</sup> Een verhoging van de transparantie werd vnl. bepleit door het Europees Corporate Governance Netwerk in 1997: EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, “The separation of Ownership and Control: a survey of 7 European Countries”, 1997, 4, [www.ecgn.org](http://www.ecgn.org).

<sup>32</sup> J.J. DAHYA en MC. CONNELL, “Board Composition, Corporate Performance and the Cadbury Committee Recommendation”, 2005, 29, [www.ssrn.com/abstract=687429](http://www.ssrn.com/abstract=687429): Deze auteurs vonden een positieve correlatie tussen een wijziging in de structuur van de raad van bestuur en betere prestaties van vennootschappen uit het V.K.

<sup>33</sup> Naast dergelijke mechanismen kan ook gepoogd worden deze beheerskosten te drukken door o.m. het stimuleren van marktmechanismen zoals productmarkten, “incentivemarkten”, factormarkten, de dreiging van een overname en de arbeidsmarkt voor de manager. Volgens VANHOUDT zullen deze mechanismen het belangenconflict niet volledig elimineren, maar wel verzachten. M. VANHOUDT, *Rechtseconomische analyse van het Belgisch vennootschapsrecht*, Licentiescriptie Universiteit Hasselt, 2005-2006, 5, <http://doclib.uhasselt.be/dspace/>.

uitgewezen dat er positieve correlaties zijn tussen aandeelhoudersbescherming en de effectenmarkt<sup>34</sup>, vennootschapswaardering<sup>35</sup>, dividendenuitkering<sup>36</sup>, enz.

Wij stellen dan ook dat door inzicht te verwerven in de aandeelhoudersbescherming dus een beeld kan gevormd worden van de tekorten of excessen in het juridische beschermingsarsenaal waardoor deze zo nodig kunnen worden aangevuld of geëlimineerd. Zo wordt een optimale werkingssfeer gecreëerd waardoor investeerders worden aangetrokken, wat in globo dan weer bijdraagt tot een betere markteconomie.

Via onderzoek naar de aandeelhoudersbescherming kunnen ook op een efficiëntere wijze vennootschapsstructuren en juridische mechanismen opgelegd worden aan ontwikkelingslanden om ook daar te komen tot efficiënte economieën en een verhoogde welvaart.<sup>37</sup>

Ten slotte kan met dergelijke studies ook rekening gehouden worden zowel op mondiaal en EU-niveau bij de ontwikkeling van harmoniserende richtlijnen of aanbevelingen als op nationaal niveau in de Belgische vennootschapsreglementering. Ten illustratieve titel kan voor de eerste verwezen worden naar de verklaring van de Europese Commissie met betrekking tot de Aandeelhoudersrichtlijn waarin uitdrukkelijk wordt verwezen naar de studie van LA PORTA et al. om hun hervormingen te ondersteunen.<sup>38</sup> Ook het feit dat de Wereldbank zich op deze studies baseert om bepaalde wettelijke hervormingen te promoten bij ontwikkelingslanden (vaak als voorwaarde voor het verkrijgen van financiering)<sup>39</sup>, toont het belang ervan aan.

Ten gronde stellen we ons in deze studie dan ook de volgende vragen.

Hoe is België reeds geëvolueerd op het vlak van aandeelhoudersbescherming? Volgen we de internationale trend naar meer en waarom wel of niet?

Wat kan worden verbeterd? Is de hoger ondervonden trend een positieve of een negatieve evolutie? Moet nog meer bescherming geboden worden of juist minder?

---

<sup>34</sup> M. PAGANO en P. VOLPIN, "Shareholder Protection, Stock Market Development, and Politics", 2005, 7, [www.ssrn.com/abstract=853005](http://www.ssrn.com/abstract=853005).

<sup>35</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance* 2002, 1147.

<sup>36</sup> F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", 1998, 22, [www.ssrn.com/abstract=52871](http://www.ssrn.com/abstract=52871).

<sup>37</sup> Nu worden de leningen tegen zachte voorwaarden en lagere interesten toegestaan door de IDA, een van de poten van de Wereldbank, maar dit wordt sterk bekritiseerd omwille van het niet in acht nemen van de potentiële nadelen vervat in de adviezen en voorwaarden die ze voorop stellen bij deze leningen.

P. K. JAGERSMA en H. A. EBBERS, *Internationale bedrijfskunde: van exporteren naar globaliseren*, Amsterdam, Pearson Education, 2004, 300.

<sup>38</sup> EUROPESE COMMISSIE, "Impact Assessment on the Proposal for a Directive on the Exercise of Shareholders' Voting Rights," 2006, SEC(2006),181.

<sup>39</sup> WORLD BANK, *Doing Business Report*, 2008, <http://www.doingbusiness.org>.

Wat moet worden gereguleerd en op welke manier? Waar moet men het marktprincipe laten spelen en denken aan deregulering of moeten we eerder opteren voor een harde wettelijke ingreep?

Wat kan worden geëuropeaniseerd of zelfs gemondialiseerd en welke zaken moeten we nationaal behouden? Kunnen andere landen als voorbeeld gelden of niet? Zijn landenspecifieke kenmerken geen obstakel voor een streven naar meer convergentie?

## TITEL II. ONDERZOEKSOPZET: DE BELGISCHE BESCHERMING GETOETST AAN DE SIEMS & LELE-INDEX

### 1. SITUERING VAN DEZE STUDIE IN HET BESTAANDE THEORIEËNARSENAAAL OMTRENT DE VENNOOTSCHAP EN DE POSITIE VAN DE AANDEELHOUDER

Doorheen de jaren zijn er verschillende theorieën ontwikkeld omtrent de functie van de rechtstaat in het debat van de aandeelhoudersbescherming. Het uitgangspunt is tweërlei: Worden de regels m.b.t. minderheidsbescherming bepaald door de economische structuur en de algemene condities in elke land afzonderlijk (incl. concentratie van eigenaars, inkomensniveau, enz.) en / of zijn ze gedetermineerd door de praktische noden van de betrokken partijen? Of bepalen deze regels zelf de economie?<sup>40</sup>

Men kan een onderscheid maken tussen enerzijds de scholen waarbij de werkelijkheid het recht determineert en anderzijds deze waar men ervan uitgaat dat wettelijke regels of zelfs sociale normen de basisdeterminanten zijn van de financieel-vennootschapsrechtelijke wereld.

In de eerste categorie situeren zich vooreerst de **rechtseconomische** analisten: zij zien een contractuele oplossing voor het agencyprobleem, meer bepaald in lijn met het COASE-theorema. Volgens deze theorie kunnen investeerders, die het best kunnen oordelen over hun eigen welzijn, onderhandelen met managers of controlerende aandeelhouders onder een minimaal beschermingsniveau. Indien alle informatie beschikbaar zou zijn, zouden contracten gesloten worden zonder enige transactiekost en zou juridische interventie onnodig zijn omdat de partijen zelf het best geplaatst zouden zijn om hierover te beslissen. Helaas is de wereld imperfect op dit vlak: free riders, praktische werking en residuaire controlerechten van het management zijn nog maar enkele van de problemen die rijzen. Een minimale beschermingsstatus van de minderheidsaandeelhouder is dus vereist om gelijkheid en voorspelbaarheid te creëren, iets waarvoor wettelijke ingrepen noodzakelijk zijn. Niettemin kan het hypothetische onderhandelingsmodel volgens deze economische analisten hulp bieden bij de ontwikkeling van rechtsregels die de welvaart maximaliseren en de partijen te ondersteunen om de contractskosten te reduceren.<sup>41</sup> CHEFFINS wijst op een ‘gap filling function’<sup>42</sup> vanwege de staat om ervoor te zorgen dat het resultaat van een vrije onderhandelings situatie kan worden gerealiseerd.

---

<sup>40</sup> E. PERAKIS, “General Report” in E. PERAKIS (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussel, Bruylant, 2004, 96.

<sup>41</sup> F. H. EASTERBROOK en D.R. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 34.

<sup>42</sup> B. R. CHEFFINS, *Company law - Theory, Structure and Operation*, Oxford, Clarendon Press, 1997, 466.

Binnen deze eerste categorie bevinden zich ook nog andere auteurs.

Auteurs zoals ROE argumenteren dat het verschil in Corporate Governance tussen verschillende landen bijvoorbeeld in aandeelhouderspatronen veroorzaakt wordt door specifieke determinanten, ‘**path dependencies**’ genaamd. Deze *path dependencies* kunnen enerzijds vennootschapsstructuren van een welbepaalde economie van een welbepaald land zijn, in die zin dat vroegere structuren de daaropvolgende keuzes beïnvloeden. Anderzijds kan het ook gaan om vennootschapsregels.

De toekomstige evolutie kan blijvend afhankelijk zijn van een initiële keuze voor een bepaalde weg, ook nadat de redenen waarom oorspronkelijk voor die weg werd gekozen, wegvielen. In concreto betekent dit o.m. dat de huidige aandeelhoudersstructuur wordt bepaald door de vroegere structuren en door het politieke beleid.

Binnen deze theorie ontwikkelde ook COOLS haar hypothese.<sup>43</sup> Zij argumenteerde dat het echte verschil tussen de aandeelhoudersbescherming uit common law en civil law zit in het feit dat deze landen een verschillende machtsverdeling hebben. Ook kan gewezen worden op de studie van BEBCHUK en ROE ‘A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance’<sup>44</sup>.

In contrast met de economische analyse en de padafhankelijkheidstheorie, draaien andere studies het plaatje om en proberen ze aan te tonen dat juridische regels de basis zijn voor een welbepaalde corporale leefwereld: “**the legal approach to Corporate Governance**” of “**legal origins**”.

Een van de meest toonaangevende studies binnen dit kader was deze uit 1998 van R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, genaamd “Law and Finance”.<sup>45</sup> Andere studies binnen dit kader zijn o.m. J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS, A. SINGH met “Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis”,<sup>46</sup> A. MUSACCHIO, “Do Legal Origins Have Persistent Effects Over Time? A Look at Law and Finance Around the World c. 1900”,<sup>47</sup> en M. SIEMS en S. DEAKIN, “Comparative Law and Finance: Past, Present and Future Research”<sup>48</sup>.

---

<sup>43</sup> S. COOLS, “The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Delaware Journal of Corporate Law* 2005, 697-766, [www.ssrn.com/abstract=893941](http://www.ssrn.com/abstract=893941).

<sup>44</sup> L. A. BEBCHUK en M. J. ROE, “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”, *Stanford Law Review* 1999, 127-170, [www.ssrn.com/abstract=202748](http://www.ssrn.com/abstract=202748).

<sup>45</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 1998, 1113-1155.

<sup>46</sup> J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS en A. SINGH, “Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis”, 2008, 1-53, [www.ssrn.com/abstract=1094355](http://www.ssrn.com/abstract=1094355).

<sup>47</sup> A. MUSACCHIO, “Do Legal Origins Have Persistent Effects Over Time? A Look at Law and Finance Around the World c. 1900”, 2008, 1-64, [www.ssrn.com/abstract=1086225](http://www.ssrn.com/abstract=1086225).

<sup>48</sup> M. SIEMS en S.F. DEAKIN, “Comparative Law and Finance: Past, Present and Future Research”, 2009, 1-22, [www.ssrn.com/abstract=1428247](http://www.ssrn.com/abstract=1428247).

De legal origins-literatuur bestaat uit twee claims waarvan de eerste, de 'law matters-hypothese', stelt dat juridische regels de economische uitkomsten bepalen afhankelijk van hoeverre zij de marktgerelateerde economische activiteiten ondersteunen.<sup>49</sup> Zo stelt men in de law & finance-beweging dat wettelijke bescherming voor aandeelhouders en schuldeisers leidt tot een hogere investering en een hogere graad van externe financiering en een grotere omvang van de kapitaalmarkt.<sup>50</sup> Volgens LA PORTA et al. zou het Anglo-Amerikaanse model optimaal zijn daar zij de beste rechtsregels en de hoogste bescherming zouden genereren.<sup>51</sup>

De tweede hypothese wordt de 'legal origins - claim' genoemd en stelt dat wettelijke regels die investeerders beschermen, verschillen op grond van de verschillende wettelijke tradities of de origine van een land. De basisvormen en -processen van het Engelse common law of van de Franse, Duitse of Noorse civil law zouden dus de kwaliteit van aandeelhoudersbescherming bepalen. LA PORTA et al. menen dat de rechtsregels van common law-landen, die voortspruiten uit het Engelse recht, meer beschermend zijn dan deze van civiele landen en meer specifiek Franse civielrechtelijke landen, die voortkomen uit Romeins recht. Deze regels werden geïntroduceerd via kolonisatie en verovering en zijn grotendeels exogeen.<sup>52</sup>

Ten slotte is er nog een laatste strekking die meent dat normen als instrument van controle ook een criterium zijn voor goede minderheidsbescherming: "**norms matter**".

COFFEE JR. stelt dat lage criminaliteitscijfers in combinatie met enerzijds een hoog niveau van sociale cohesie en anderzijds een laag niveau van sociale en politieke verstoring verklaren waarom Scandinavische landen goed scoren op het vlak van bescherming van minderheidsaandeelhouders. Niettemin ziet hij ook een interactie met de legal origins-theorie. Hij stelt dat "when law is weaker, social norms have to be stronger, but also vice-versa."<sup>53</sup>

In deze studie zal ik de verworven resultaten toetsen aan de klassieke theoretisch principes waarbij we ons voornamelijk zullen toeleggen op de legal origins-hypothese en in beperkte mate de path dependencies-theorie en de rechtseconomische benadering.

---

<sup>49</sup> J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS en A. SINGH, "Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis", 2008, 4-6, [www.ssrn.com/abstract=1094355](http://www.ssrn.com/abstract=1094355).

<sup>50</sup> S. CLAESSENS en L. LAEVEN, "Financial development, property rights, and growth", *Journal of Finance* 2003, 2401-2436; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, "Agency problems and dividend policies around the world", *Journal of Finance* 2000, 3-27; S. DJANKOV en E. GLAESER, "The new comparative economics", *Journal of Comparative Economics* 2003, 595-619.

<sup>51</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER en R. VISHNY, "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 1997, 1131-1150.

<sup>52</sup> J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS, A. SINGH, "Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis", 2008, 4-6, [www.ssrn.com/abstract=1094355](http://www.ssrn.com/abstract=1094355).

<sup>53</sup> J.C. COFFEE JR. "Do norms matter?: A cross-country examination of the Private benefits of Control", 2001, 1-32, [www.ssrn.com/abstract=257613](http://www.ssrn.com/abstract=257613).



## 2. OP ZOEK NAAR ANTWOORDEN VIA DE TRADITIONELE THEORIEËN MET BEHULP VAN DE LEXIMETRISCHE BENADERING

De beschermingsgraad die aandeelhouders geboden wordt in een bepaald land kan op verschillende wijzen worden onderzocht. Om rechtsvergelijkend onderzoek te doen, vertrekt men traditioneel vanuit een materiële tekstuele vergelijking tussen de verschillende rechtsstelsels.

Het laatste decennium heeft zich ook een nieuwe methodologie ontwikkeld. Naast de hoger toegelichte legal origins- invulling van hun resultaten, komt ook met betrekking tot de ontwikkeling van deze nieuwe methode LA PORTA et al. alle eer toe.<sup>54</sup>

Zij introduceerden de methodologische techniek waarbij men via het opzetten van een welbepaalde index van beschermingsconstructies de regelgeving (aangaande aandeelhoudersbescherming) van verschillende landen gaat kwantificeren en vervolgens daarmee een vergelijking gaat doorvoeren tussen verschillende landen (o.m. op longitudinale basis).

Dit biedt ook mogelijkheden om over te gaan tot een analyse van de associatie tussen aandeelhoudersbescherming en financiële cijfers als parameters voor bijvoorbeeld de beursmarktevolutie.

**Leximetrie** is in feite de verzamelnaam voor elke kwantitatieve meting van het recht<sup>55</sup> en moet onderscheiden worden van een econometrische benadering. Deze laatste verwijst naar het zoeken van variabelen tussen juridische en economische gegevens, maar dit gaat het bestek van dit werkstuk te buiten.

Leximetrie bevat nog verschillende onderverdelingen.<sup>56</sup> Als we overgaan tot het coderen van recht over een welbepaalde tijdspanne tussen verschillende rechtsstelsels, dan spreken we over ‘numerieke rechtsvergelijking’. Binnen de numerieke rechtsvergelijking kan men zich enerzijds beperken tot het weergeven van de resultaten van de metingen. Anderzijds kan men ook pogen causale verbanden te vinden met andere variabelen. Deze laatste verfijning wordt ‘statistische rechtsvergelijking’ genoemd. Hierbinnen kan men opnieuw twee onderverdelingen maken. Vooreerst kan men deze analyse maken met niet-financiële variabelen. Daarnaast kan men dit ook gaan koppelen aan financiële variabelen zoals vennootschapsprestaties. Deze laatste methode wordt ‘law & finance’ genoemd (naar de paper van LA PORTA et al.). Tot slot kan men zich bij law & finance ofwel toeleggen op

---

<sup>54</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 1998, 1113-1155.

<sup>55</sup> R. COOTER en T. GINSBURG, “Leximetrics: Why the Same Laws are Longer in Some Countries than Others,” 2003, 1-26, [www.ssrn.com/abstract=456520](http://www.ssrn.com/abstract=456520).

<sup>56</sup> M. SIEMS en S.F. DEAKIN, “Comparative Law and Finance: Past, Present and Future Research”, 2009, 5-6, [www.ssrn.com/abstract=1428247](http://www.ssrn.com/abstract=1428247).

vergelijking tussen verschillende stelsels, ofwel de studie toepassen voor een welbepaald land. Als men overgaat tot rechtsvergelijking dan spreekt men van ‘comparatieve law & finance’.<sup>57</sup>

Vele auteurs hebben zich ondertussen reeds toegelegd op de “leximetriscie studie” en hebben in dit kader dan ook verschillende indexen ontwikkeld. Als voorbeeld kunnen volgende studies worden aangewezen: B. CHEFFINS met ‘Does law matter? The separation of ownership and control in het UK’,<sup>58</sup> R. LA PORTA et. al. met ‘Law and Finance’,<sup>59</sup> M. SIEMS en P. LELE met ‘Shareholder protection: a leximetric approach’<sup>60</sup>; L. BEBCHUK, A. COHEN en A. FERRELL met “What Matters in Corporate Governance?”<sup>61</sup> en P. GOMPERS, J. ISHII, and A. METRICK met “Corporate Governance and Equity Prices”<sup>62</sup>.

In het verleden is reeds gebleken dat het in kaart brengen het beschermingsniveau in rechtsvergelijkend perspectief met behulp van de leximetriscie methode op heel wat problemen stuit.

Zoals hoger aangegeven werd een eerste memorabele poging ondernomen door **LA PORTA et al.** in het artikel “**Law and Finance**” gepubliceerd in 1998.<sup>63</sup> In deze studie stelde hij een index voorop met acht variabelen, als zijnde representatief voor het gehalte van aandeelhoudersbescherming, die getoetst werden aan 49 landen (waaronder ook België). Hun algemene conclusie bestond erin dat een publieke vennootschap in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk met verspreid aandeelhouderschap en aangepaste Corporate Governance, slechts ontstond doordat de investeerders zich als kleine aandeelhouders voldoende comfortabel voelen en dit dankzij hun kwaliteitsvolle rechtssysteem.<sup>64</sup> Zoals de auteurs ook zelf hebben toegegeven in een recente paper<sup>65</sup>, kan hun index op verschillende wijzen worden bekritiseerd. Ook hebben heel wat studies<sup>66</sup> reeds gewezen op coderingsfouten.

---

<sup>57</sup> M. SIEMS en S.F. DEAKIN, “Comparative Law and Finance: Past, Present and Future Research”, 2009, 5-6, [www.ssrn.com/abstract=1428247](http://www.ssrn.com/abstract=1428247).

<sup>58</sup> B. R. CHEFFINS, “Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom”, 2000, 1-61, [www.ssrn.com/abstract=245560](http://www.ssrn.com/abstract=245560).

<sup>59</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 1998, 1113- 1155.

<sup>60</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Shareholder protection: a leximetric approach”, 2007, 1-35, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).

<sup>61</sup> L. BEBCHUK, A. COHEN en A. FERRELL, “What Matters in Corporate Governance?”, *Review of Financial Studies* 2009, 783-827.

<sup>62</sup> P. A. GOMPERS, J. L. ISHII en A. METRICK, “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics* 2003, 107-155;

<sup>63</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 1998, 1113- 1155.

<sup>64</sup> R. LA PORTA et al., “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 1998, 1113- 1155.

<sup>65</sup> S. DJANKOV S., LA PORTA, R., SCHLEIFER, A EN LOPEZ DE SILANES, F., “The law and economics of self-dealing”, 2005, 27, [www.ssrn.com/abstract=864645](http://www.ssrn.com/abstract=864645).

<sup>66</sup> S. COOLS, “The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, 2005, 1-70, [www.ssrn.com/abstract=893941](http://www.ssrn.com/abstract=893941); E. PERAKIS, “General Report” in E. PERAKIS (ed.), *Rights of Minority Shareholders*, Brussel, Bruylant 2004, 101-104; H. SPAMANN, “Law and Finance Revisited” 2008, 1-52., [www.ssrn.com/abstract=1095526](http://www.ssrn.com/abstract=1095526). Deze laatste vond dat 33 van de 46

In eerste instantie kan gewezen worden op het zeer beperkte aantal variabelen, wat moeilijk kan doen geloven dat deze dan ook een betekenisvol beeld kunnen geven van de juridische bescherming van aandeelhouders. Het is inderdaad zo dat niet alle details in rekening kunnen worden gebracht, maar toch bestrijken de gehanteerde variabelen niet de meest significante aspecten van het recht.

SIEMS & LELE geven het voorbeeld van de variabele met betrekking tot cumulatief stemrecht<sup>67</sup>: deze kan volgens hem wel belangrijk zijn om de macht van de aandeelhouders te meten bij de aanwijzing van de bestuurders, maar schiet tekort bij de vraag naar het afzetten van de bestuurders, hun vergoedingsregeling en dergelijke meer.<sup>68</sup>

Een tweede probleem is dat deze studie teveel vertrekt vanuit een VS-perspectief.

Dit valt af te leiden uit de aan- en afwezigheid van bepaalde variabelen uit de index. Een voorbeeld hiervan is het gebruik van cumulatief stemrecht dat een hot topic is in de VS, maar waar de vennootschapsliteratuur uit continentale landen zelden over discussieert (althans eind jaren '90.)

Ook het onderscheid tussen gebiedende en verbiedende rechtsregels wordt door deze financiële economen onvoldoende ingezien. Indien men weet dat vele beschermingsregels in de VS een suppletief karakter hebben en dus de werkelijke bescherming afhangt van contracten die tussen de partijen worden aangegaan, heeft het weinig zin om voor te houden dat de juridische minderheidsbescherming dé determinante is.<sup>69</sup> De “20%-regel voor de bijeenroeping van algemene vergadering” bijvoorbeeld lijkt op het eerste zicht een volwaardige variabele, maar als de drempel statutair verlaagd kan worden, wordt ze al haar geloofwaardigheid ontnomen.

Ook stelt BYTTEBIER dat er soms onvoldoende onderscheid gemaakt wordt tussen echte beschermingsregels (gebods- en verbodsregelen) en zeer algemene kenmerken eigen aan goed functionerende rechtsstaten, zoals de mogelijkheid om verbintenissen af te dwingen via een functionerend gerechtelijk apparaat.<sup>70</sup>

Een ander probleem is de gehanteerde rechtsvergelijkende methode voor het onderzoek. In “Law and finance” heeft men duidelijk geopteerd voor een dogmatische i.p.v. een functionele methode. De eerstgenoemde beperkt zich tot de naslag van ‘the law in the books’, terwijl de laatste methode zich baseert op ‘the law in action’. In een functioneel onderzoek formuleert men eerst en vooral het algemene probleem (dat in het ene land via

---

observaties gecorrigeerd moesten worden en dat de correlatie van gecorrigeerde en originele waarden slechts .53 was.

<sup>67</sup> Voor een vertaling van de index en meer specifiek variabele II.2. zie infra p. 31.

<sup>68</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Shareholder protection: a leximetric approach”, 2007, 1-35, [www.ssrn.com/abstract=897497](http://www.ssrn.com/abstract=897497).

<sup>69</sup> K.BYTTEBIER, A. FRANCOIS, J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ontkleed*, Mechelen, Kluwer, 2004, 30.

<sup>70</sup> K.BYTTEBIER, A. FRANCOIS, J. DELVOIE (eds.), *De Wet Corporate Governance ontkleed*, Mechelen, Kluwer 2004, 29.

een juridische regel wordt opgelost). Vertrekkend van dit probleem kan men nagaan hoe andere landen dit gaan oplossen. Indien dit niet met rechtsregels wordt opgelost of met rechtsregels in een ander praktijkgebied dan het onderzochte (vb. het vennootschapsrecht) met andere benamingen, zal men deze niet uit het oog verliezen en leidt dit dus tot een vollediger studie.<sup>71</sup>

Ondermeer uit de corrigerende studie van COOLS bleek dat, niettegenstaande het feit dat België geen “pre-emptive rights” kent, vrij vertaald als ‘voorkooprecht’, er wel zoiets bestaat als “preferential rights”, wat eveneens voorkoopprijzen zijn. België kreeg door LA PORTA et al. ten onrechte een 0-score toebedeeld omwille van een andere benaming die gegeven werd aan een recht dat dezelfde lading dekt.<sup>72</sup>

Ten slotte ligt ook een groot deficit in de omschrijving van bepaalde variabelen. Velen zijn te breed en vaag. Bij wijze van voorbeeld kan verwezen worden naar de variabele “oppressed minority”<sup>73</sup>.

Het probleem van het in kaart brengen van deze bescherming situeert zich vooral in het onnoemelijke en nog ongekend aantal variabelen die een invloed uitoefenen op de wijze waarop en de mate waarin een bepaalde land in dergelijke constructies voorziet. Zowel politieke, economische, culturele verschillen bepalen mee de oplossingen voor een preciezere bescherming. In principe schiet dus elke studie met betrekking tot minderheidsaandeelhouders in wezen tekort. Er zijn teveel variabelen in het spel om ooit het woord “meest beschermend” in de mond te nemen.

Niettemin hebben **M. SIEMS** en **P. LELE** het in 2007 aangedurfd om een nieuwe index op te stellen in hun werkstuk “Shareholder protection: a leximetric approach”<sup>74</sup> en hebben ze daarbij een poging ondernomen om aan de grootste kritieken op de LA PORTA et al.-studie tegemoet te komen. Ze hebben de bescherming in vijf landen met name het VK, Duitsland, Frankrijk, India en de VS getoetst aan 60 variabelen en dit over een tijdsperiode van de laatste drie decennia.

Vooreerst moet worden opgemerkt dat ze met betrekking tot de variabelen het *aantal* tegen de LA PORTA et al.-studie vertienvoudigd hebben. Deze worden onderverdeeld in enerzijds de bescherming geboden t.o.v. het management en de raad van bestuur en anderzijds de bescherming tegen druk van andere (groot)aandeelhouders. Daarnaast worden er nog eens

---

<sup>71</sup> F. GORLÉ, *Handboek Rechtsvergelijking: studentenuitgave*, Mechelen, Kluwer, 2007, 3.

<sup>72</sup> S. COOLS, “The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Harvard Law and Economics Discussion Paper* 2005, 729-730, [www.ssrn.com/abstract=893941](http://www.ssrn.com/abstract=893941).

<sup>73</sup> “Equals one if het company law or commercial code grants minority shareholders either a judicial venue to challenge the decisions of management or of the assembly or the right to step out of the company by requiring the company to purchase their shares when they object to certain fundamental changes, such as mergers, asset dispositions and changes in the articles of incorporation. (minority shareholders are those who own 10% of share capital.” R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 1998, 1122.

<sup>74</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Shareholder Protection: a leximetric approach”, 2007, 1-35, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).

subonderverdelingen binnen de thema's gemaakt met het oog op een zo uitgebreid mogelijke toets.

Daarentegen hebben ze zich wel beperkt tot de sfeer van het ondernemingsrecht en meer in concreto het vennootschapsrecht en een deeltje kapitaalmarktrecht.

Vervolgens moet ook worden opgemerkt dat bepaalde keuzes werden gemaakt wanneer het regelgevend kader binnen een land niet geüniformiseerd was. Zo werd voor het bestuderen van de VS gekozen voor het ondernemingsrecht van Delaware en voor de beurs uit New York. Beiden werden geselecteerd omwille van hun dominante positie binnen de sfeer van de publieke vennootschappen.

Natuurlijk is het zo, zoals reeds hoger werd opgemerkt, dat men onmogelijk alle aspecten in één en dezelfde studie kan vervatten.<sup>75</sup>

Niettemin hebben ze binnen dit beperktere kader dan wel gepoogd een zo accuraat mogelijk conglomeraat van variabelen te hanteren.

Zo hebben ze in bepaalde gevallen rekening gehouden met de impact van het *suppletieve of dwingende karakter* van regels. Ook Corporate Governancecodes werden in de studie betrokken.

Ook worden de variabelen op een zodanige wijze *omschreven* dat er aan een functionele rechtsvergelijking wordt gedaan. Men formuleert eerder een probleemsituatie, dan een concrete rechtsregel om zo los te komen van het Europees perspectief en een volledige studie neer te zetten over “the law in action”. Zo wordt er ook rechtspraak (vnl. relevant in common law-landen) en soft law gecodeerd en komt men tegemoet aan de vage omschrijvingen uit vroegere studies.

Een ander aspect is het *bestuderen* van de OECD ‘Principles on Corporate Governance’, comparatieve literatuur over het vennootschapsrecht en het recht van de landen zelf. Ook daar heeft men een goede basis voor het construeren van een index zonder zich al te veel schuldig te maken aan een Europese bias.

In tweede instantie heeft deze studie slechts vijf analyse-eenheden getoetst.

Over het algemeen kan aangenomen worden dat hierin wel degelijk de grote rechtsfamilies op het gebied van ondernemingsrecht vertegenwoordigd zijn. Toch kan betreurd worden dat noch Scandinavische landen, noch Aziatische landen vertegenwoordigd zijn. Een land zoals China bijvoorbeeld kan onderscheiden worden op vlak van zijn specifieke eigendomsstructuur en identiteit van de controlerende aandeelhouder. Hoewel de staat het idee van “corporatisering” promoot, blijft ze toch in genoteerde vennootschappen (die zich

---

<sup>75</sup> In een latere studie heeft SIEMS ook sociale en economische elementen betrokken in zijn onderzoek. Hij bestudeerde in 2009 de bescherming van aandeelhouders, schuldeisers en werknemers van 5 landen over een tijdspanne van 35 jaar. M. SIEMS, “Time Series Evidence about the Differences between French, German, Indian, UK and US law”, 2009, 3, [www.ssrn.com/abstract=1329997](http://www.ssrn.com/abstract=1329997).

hebben ontwikkeld vanuit de vroegere ‘staatsondernemingen’) de voornaamste aandeelhouder.<sup>76</sup> Niettemin heeft SIEMS in een vervolgstudie wel gekozen om 20 landen (waaronder China) te bestuderen op hun aandeelhoudersbescherming, maar deze is dan weer beperkter in een ander opzicht. De studie bestrijkt namelijk een tijdspanne van 10 jaar en slechts 10 variabelen.

De gehanteerde methode is de hierboven reeds beschreven leximetrische methode: een kwantitatieve methodologie waarbij men een afhankelijke eenheid gaat toetsen aan onafhankelijk variabelen (in casu aandeelhoudersbeschermingsmechanismen) en o.g.v. het bekomen resultaat een bepaalde score gaat toekennen.

LELE en SIEMS hebben gekozen voor een niet-binaire codering. Vorige auteurs<sup>77</sup> hadden reeds opgemerkt dat de kwantificering met 1 of 0 een te sterke vereenvoudiging is en te arbitrair. Het is inderdaad zo dat elke leximetrische studie zich schuldig maakt aan een zekere graad van subjectiviteit, maar door te werken met niet-binaire cijfers zoals 0,25; 0,5; 0,75 worden althans betekenisvollere resultaten bereikt dan met een zuivere 1-0-score.<sup>78</sup>

Algemeen kan worden geconcludeerd dat LELE en SIEMS een behoorlijk werk hebben geleverd en dit vnl. met het oog op de zeer gedetailleerde index van variabelen.

De index van deze studie en haar resultaten lijken me dan ook het geschikte uitgangspunt te zijn om deze masterproef rond te construeren en de Belgische aandeelhoudersbescherming aan te toetsen.

---

<sup>76</sup> W. M CHEUNG, K. LAM en K. TAM, “Ownership concentration, adverse selection and equity offering Choice”, 2007, 28, [www.ssrn.com/abstract=965361](http://www.ssrn.com/abstract=965361).

<sup>77</sup> Zie vb. BRAENDLE over de LA PORTA et al.-studie: “In addition, binary evaluation of legal systems according to “0 or 1” is a very simplified method of judging the extent of shareholder protection. It is a system without gradation or weighting. U.C. BRAENDLE, “Shareholder Protection in the USA and Germany - “Law and Finance” Revisited”, *German Law Journal* 2006, 276.

<sup>78</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Shareholder Protection: a leximetric approach”, 2007, 1-35, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).

### 3. ONDERZOEKSOPZET, ONDERZOEKSVRAGEN & TOEVOEGING AAN DE BESTAANDE LITERATUUR

#### A. Onderzoeksopzet

Hoger werd reeds het aanzienlijke belang van aandeelhoudersbescherming benadrukt.

Na een screening van de bestaande rechtsvergelijkende studies m.b.t. aandeelhoudersbescherming, was het opvallend dat België quasi nooit wordt opgenomen in de analyse-eenheden.

Een uitzondering daarop betreft de studie van COOLS. Zij heeft de LA PORTA-studie overgedaan voor Frankrijk en België, rekening houdend met de geuite kritieken op de studie.<sup>79</sup> (zie hoger). Zij kwam tot de constatacie dat deze landen veel beter scoren dan voorgehouden werd door LA PORTA et al.<sup>80</sup> Helaas werkte ook zij weer met hun beperkte index die niet verder reikt dan een zestal variabelen.<sup>81</sup>

Met het misplaatste statement van A. SHLEIFER: “Lawyers don’t do empirical work, they just argue with each other<sup>82</sup>” en de duidelijke leemte van Belgische leximetrische studies in het achterhoofd, heb ik het idee opgevat om de SIEMS & LELE-index toe te passen op de Belgische rechtspraktijk.

De voorbij 40 jaar heeft het Belgische vennootschapsrecht verschillende grondige hervormingen gekend. Het is in eerste instantie mijn bedoeling om op verschillende referentiepunten binnen deze tijdspanne na te gaan hoe hoog of laag België scoort op deze index en hoe België dus geëvolueerd is om dan uiteindelijk deze resultaten te gaan toetsen aan deze van SIEMS en LELE met betrekking tot de VS, Duitsland, VK, India en Frankrijk. De studie van SIEMS en LELE uit 2007 betreft slechts de periode van 1970 tot 2005; de scores voor België tot ‘2010 e.v.’ zullen dan afzonderlijk geëvalueerd worden.

Zowel de bescherming ten aanzien van het bestuur (via 42 variabelen) als deze ten aanzien van andere aandeelhouders (via 18 variabelen) onderzoeken. Voor de 60 omschreven variabelen zal op verschillende tijdstippen binnen een tijdspanne van de voorbije 40 jaar een score worden toegekend in de mate waarin het Belgische ondernemingsrecht al dan niet voldoet aan de

---

<sup>79</sup> Voor de kritieken op de La Porta-studie zie supra p. 8 e.v.

<sup>80</sup> S. COOLS, “The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Harvard Law and Economics Discussion Paper* 2005, 41, [www.ssrn.com/abstract=893941](http://www.ssrn.com/abstract=893941).

<sup>81</sup> Uiteraard heeft ze wel schitterend werk geleverd door op experimentele basis de uitkomsten van de LA PORTA et.al.- studie onderuit te halen.

<sup>82</sup> A. SHLEIFER, geciteerd in N. Thompson, “Common Denominator,” *Legal Affairs* 2005, [http://www.legalaffairs.org/issues/January-February-2005/feature\\_thompson\\_janfeb05.msp](http://www.legalaffairs.org/issues/January-February-2005/feature_thompson_janfeb05.msp).

omschrijving uit de SIEMS & LELE-index. Deze score zal niet-binair variëren tussen 1; 0,75; 0,5; 0,25 en 0.

Daarbij zal gepoogd worden om zoveel mogelijk rekening te houden met zowel the law in action als the law in the books. In concreto impliceert dit dat naast onder meer wetten in de materiële zin van het woord ook wordt gekeken naar praktijkstudies, rechterlijke uitspraken, constructies ontwikkeld in de praktijk en in de rechtsleer, soft law zoals Corporate Governancecodes en aanbevelingen, statutaire clausules indien mogelijk, enz. Waar mogelijk zal geprobeerd worden de voorheen gebruikte methodologie nog verder te verfijnen. worden.

Het geheel van het zonet geschetste onderzoeksvoorwerp maakt deel uit van **deel A** van deze studie. Daarbij zal dus geprobeerd worden verbanden en verschilpunten tussen de Belgische aandeelhoudersbescherming en die van andere landen bloot te leggen en deze te verklaren, daarbij de bestaande theorieën toetsend<sup>83</sup> en al dan niet de stellingen van SIEMS & LELE bevestigend.

In **deel B** zal ik op basis van de gegevens verkregen via leximetrie toespitsen op de Belgische evolutie alleen, maar dit keer van 1970 tot 2010 en volgende.

Daarbij wil ik ook, om de verhouding tussen het belang van deze verschillende rechtsbronnen concreet aan te geven, voor elke variabele voor elk jaar een onderscheid maken tussen drie categorieën: “de wet”, “soft law” en “de praktijk” volgens een strikt opgestelde methodologie. Op die manier kan men duidelijk zien ten gevolge van welke rechtsbron België een hogere aandeelhoudersbescherming biedt en hoe de verhouding tussen de rechtsbronnen onderling evolueert doorheen de jaren. Zo kunnen tendensen gedestilleerd worden en uiteindelijk makkelijker een oordeel geveld worden welke bron geschikt is om eventueel de bescherming te wijzigen.

In een volgende fase zal ik ook, met het oog op een efficiëntietoets, de Belgische resultaten via correlatie- en regressieanalyse koppelen aan beursmarktevolutie en vennootschapsprestaties en zo een law & finance-analyse proberen te maken.

Als we deze verschillende onderzoeksfases teruggekoppelen naar de hoger toegelichte deelfacetten van de leximetrie, dan kan vooreerst besloten worden dat deze studie zich in de eerste plaats toelegt op de ‘numerieke rechtsvergelijking’. De bekomen resultaten zullen getoetst worden aan deze van andere landen (zoals tot stand gebracht door SIEMS & LELE). Daar niet beperkt wordt tot het louter meegeven van de data, maar geprobeerd wordt de verworven resultaten te verklaren, bevinden deze studiezich, althans voor wat betreft deel A binnen de categorie van de ‘statistische rechtsvergelijking’. Daar in een volgende fase ook correlatie-en regressieanalyses zullen uitgevoerd worden om het verband te onderzoeken tussen de juridische financiële gegevens van België, kan deze studie, althans voor een deeltje uit deel B, ook gesitueerd worden binnen ‘law & finance’. Er wordt echter niet zo ver gegaan dat er kan

---

<sup>83</sup> Voor de uiteenzetting over de bestaande theorieën in verband met aandeelhoudersbescherming, zie supra p. 5.



gesproken worden van comparatieve law & finance, daar de correlatie- en regressieanalyse niet toegepast wordt voor verschillende landen.

Samengevat betreft het hier dus een statistisch rechtsvergelijkend onderzoek met een vleugje nationale law & finance.

In een **laatste fase** van deze masterproef zou ik graag in een algemeen besluit eindigen met het formuleren van bepaalde richtlijnen naar de toekomst toe op grond van de bekomen resultaten meer bepaald hoe een tekort of teveel aan bescherming misschien zou kunnen worden aangevuld of ingeperkt worden en via welk (markt- en/of juridische) mechanisme dit dan het best zou kunnen verwezenlijkt worden.

Waar de minste bescherming geboden wordt, kan eventueel gezorgd worden voor een verbetering, dit al dan niet via een wetgevend initiatief. Waar (te) veel (wettelijke) bescherming wordt geboden, kan deze misschien worden ingeperkt en gerealiseerd worden via andere (markt- en of juridische) mechanismen.

## **B. Onderzoeksvragen**

Samenvattend kunnen de volgende onderzoeksvragen worden gedestilleerd uit deze masterproef:

*1/ Hoe scoort België op de SIEMS & LELE-index op het vlak van bescherming van minderheidsaandeelhouders over een tijdspanne van de laatste 40 jaar en hoe verhouden deze resultaten zich tot de scores van de VS, het VK, Frankrijk, India en Duitsland en waarom? In welke mate kunnen we bij de verklaringen terugkoppelen naar de bestaande theorieën?*

*2/ Hoe evolueert het belang van verschillende rechtsbronnen in België m.b.t. aandeelhoudersbescherming?*

*3/ In welke mate is er een positief of negatief verband tussen de Belgische aandeelhoudersbescherming en enerzijds vennootschapsprestaties en anderzijds de beursmarktevolutie?*

*4/ Moet de Belgische aandeelhoudersbescherming aangepast worden en indien ja, met welke rechtsbron? Is er ruimte voor een Europese aanpak of moeten we de zaken eerder nationaal houden?*

## C. Toevoegingen aan de bestaande literatuur

Het is duidelijk dat er op heel wat punten concrete toevoegingen worden gedaan aan de bestaande leximetrische aandeelhoudersbeschermingsliteratuur. Hierna worden ze kort en krachtig opgesomd:

*1/ Er wordt voor het eerst na LA PORTA et. al. (en de bedenkingen van COOLS) een uitgebreid statistisch leximetrisch onderzoek toegepast op België waarbij gepoogd wordt via het koppelen van de verworven resultaten aan deze van vijf andere landen uit de SIEMS en LELE-paper om verbanden te vinden en deze te verklaren.*

*2/ Daarbij wordt een zeer uitgebreide databank van Belgische aandeelhoudersbescherming geconstrueerd over een periode van 40 jaar.*

*3/ De bestaande methodologie wordt verfijnd voor het voeren van het leximetrisch onderzoek. (Dit gebeurt onder meer door het construeren en toepassen van een weging op het vlak van de bronnen.<sup>84</sup>)*

*4/ Voor het eerst wordt tijdens het leximetrisch onderzoek een onderscheid gemaakt op het vlak van drie verschillende rechtsbronnen in combinatie met passende verklaringen.*

*5/ Het is voor de eerste maal dat een law & finance- toets uitgevoerd wordt op de Belgische aandeelhoudersbescherming voor wat betreft de beursmarktevolutie en (na SPAENJERS en DE VRIESE<sup>85</sup>) ook voor vennootschapsprestaties.*

*6/ Tot slot worden ook voor het eerst alle gegevens samengezet in combinatie met concrete aanbevelingen naar de toekomst toe op basis van een geheel van leximetrische bevindingen.*

---

<sup>84</sup> Zie infra p. 18 en volgende.

<sup>85</sup> C. DE VRIESE en C. SPAENJERS, "Corporate Governance en Performantie in België: een longitudinale studie (1997-2004)", *Kwartaalschrift Economie* 2007, 217-235.

## 4. METHODOLOGIE

### A. Luik een: Kwantificering

Een eerste luik van het onderzoek bestaat erin de Belgische rechtspraak te gaan onderzoeken met betrekking tot de bescherming van minderheidsaandeelhoudersrechten binnen genoteerde entiteiten.

#### i. Database

##### ❖ *Dwingende wettelijke normen*

Binnen het afgeleide voorwerp<sup>86</sup> zal de gehanteerde database in de eerste plaats bestaan uit dwingende wettelijke normen van toepassing op genoteerde entiteiten zoals zij vigerend zijn tot en met 31 december 2009. Hieronder kan men onder meer wetten, uitvoeringsbesluiten brengen alsook de Europese dwingende normen.<sup>87</sup>

De normen worden in aanmerking genomen vanaf het jaar van de inwerkingtreding.

Een problematisch gegeven met betrekking tot deze studie betreft het nog niet uitgevoerd of laattijdig omgezet zijn van richtlijnen in het nationale rechtstelsel.

De Belgische wetgever heeft het in het verleden niet altijd even nauw genomen met betrekking tot deadlines van vennootschapsrichtlijnen, dit met verschillende veroordelingen door het Europese Hof van Justitie tot gevolg.<sup>88</sup>

Hetzelfde geldt voor de Richtlijn Aandeelhoudersrechten.<sup>89</sup> Deze richtlijn moest ten laatste op 9 augustus 2009 worden omgezet. Maar door de niet te overziene problemen van de financiële crisis 2008-2009 en uiteraard het vallen van de regering LETERME I, was het te verwachten dat hij ook dit keer in gebreke zou blijven.

---

<sup>86</sup> Zie supra p. 2 en volgende.

<sup>87</sup> Als we suppletieve normen in acht nemen dan koppelen we die minstens (waar mogelijk) aan praktijkstudies. (zie infra p. 23 en volgende)

<sup>88</sup> Zie bijvoorbeeld HvJ 46/88, *Commissie t. België*, *Jur.* 1989, 1133. Dit betrof een veroordeling voor de laattijdige omzetting van de derde en zesde vennootschapsrichtlijn.

<sup>89</sup> Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb. L.* 14 juli 2007, afl. 184, 17-24.

Het kabinet van minister DE CLERCK liet weten dat zij zouden pogen dit ten laatste april/mei 2010 te finaliseren.<sup>90</sup>

De vraag stelt zich dan op welk ogenblik de rechtsonderhorige dan effectief bescherming heeft verkregen. Is dit het ogenblik van het verstrijken van de deadline opgelegd door Europa of het ogenblik van de effectieve omzetting in het Belgische recht en dus na de openbaarmaking in het Belgisch Staatsblad? In een periodieke studie als deze is deze opmerking niet zonder meer van belang.

Men kan zich afvragen of de aandeelhouder niet reeds een zekere bescherming geboden wordt vanaf de deadline voor omzetting indien de overheid nalaat dit tijdig te doen.<sup>91</sup> De Europese rechtspraak lijkt hierover niet zo eenduidig te zijn.

Daar waar de verticale directe werking vanaf de jaren '70 wordt erkend<sup>92</sup> en de staatsaansprakelijkheid voor laattijdige omzetting vanaf de jaren '80<sup>93</sup>, is het Hof van Justitie met betrekking tot de rechtstreekse horizontale werking heel wat minder eenduidig. Het belang daarvan is niettemin zeer groot. Het bepaald immers of een onderdaan van een lidstaat zich al dan niet rechtstreeks kan beroepen tegen een andere particulier op een norm uit een nauwkeurige, maar laattijdig omgezette richtlijn.

De problematiek kwam voor het eerst aan bod in het arrest *Marshall* in 1986.<sup>94</sup> Daar stelde het Hof dat een bepaling van een richtlijn als zodanig niet tegenover een particulier kan worden ingeroepen.

Het arrest *Marleasing* van 1990<sup>95</sup> nuanceerde dit door te stellen dat de nationale rechter zoveel mogelijk het nationale recht moet uitleggen in het licht van de bewoordingen en het doel van de richtlijn. Op die manier zou men als het ware kunnen spreken van een onrechtstreeks horizontale directe werking.

In het latere arrest *Faccini Dori*<sup>96</sup> leek het Hof daarentegen weer een stap terug te zetten op grond van de redenering dat de horizontale directe werking van richtlijnen de bevoegdheidsverdeling zou doorkruisen. Academics maken hier de opmerking dat, in tegenstelling tot het arrest *Marleasing*, er zich in deze casus geen wetgevend aanknopingspunt bevond in de nationale wet.<sup>97</sup>

---

<sup>90</sup> E-mail C. VAN DAELE, adviseur beleidscel Minister van Justitie, dd. 20/11/2009.

<sup>91</sup> Voor de Richtlijn aandeelhoudersrechten betrof dit 9 augustus 2009.)

<sup>92</sup> HvJ 9/70, *Franz Grad*, *Jur.* 1970, 825; HvJ 33/70, *SACE*, *Jur.* 1970, 1213; HvJ 148/78, *Ratti*, *Jur.* 1970, 1629.

<sup>93</sup> HvJ 6/90 en 9/90, *Franco v. Bonifaci v. Italië*, *Jur.* 1995, I, 3843.

<sup>94</sup> HvJ 152/84, *Marshall*, *Jur.* 1986, 723.

<sup>95</sup> HvJ C-106/89, *Marleasing*, *Jur.* 1990, I, 4135: "Bij de toepassing van het nationale recht, ongeacht of het daarbij gaat om bepalingen die dateren van eerdere of latere datum dan de richtlijn, moet de nationale rechter dit zoveel mogelijk uitleggen in het licht van de bewoordingen en het doel van de richtlijn, ten einde het hiermee beoogde resultaat te bereiken en aldus aan art. 189, derde alinea, EEG-Verdrag te voldoen."

<sup>96</sup> HvJ 91/92, *Faccini Dori*, *Jur.* 1994, I, 03325.

<sup>97</sup> M. MARASCEAU, *Cursus Europees recht, onuitg., cursus derde bachelor faculteit Rechtsgeleerdheid Universiteit Gent 2007-2008*, 77-78.

Toegepast op de Aandeelhoudersrichtlijn en andere laattijdig omgezette richtlijnen zou dit betekenen dat men voor normen waar reeds een basis voor te vinden was in de nationale wetgeving een richtlijnconforme interpretatie zou moeten gelden en niet voor anderen zonder nationale basis.

Gelet op het feit dat deze studie niet tot doel heeft de doorwerking van Europeesrechtelijke normen te toetsen, de gecompliceerde praktische toepassing, de onzekerheid over de exacte draagwijdte van de arresten en de weinige toepassingsgevallen waarin een minderheidsaandeelhouder de staat hiervoor aansprakelijk zou stellen (op basis van een kostenbatenafweging), zal hier enkel rekening gehouden worden met de nationale uitwerking van het Europese recht.

Dit betekent dus ook dat de inhoud van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten in principe ook niet in de studie zou worden meegenomen (gelet op de einddatum van het onderzoek op 31 december 2009). Niettemin maken we voor deze richtlijn een uitzondering.

Op basis van een studie door VAN DER STEEN<sup>98</sup> die de mogelijke impact van de richtlijn op ons Belgisch recht heeft proberen aan te geven in de algemene zin, een voorlopige gecoördineerde versie van het wetboek Vennootschappen van de CBFA<sup>99</sup> en voorbereidende wetgeving van de Wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector<sup>100</sup> en deze van de Wet tot verstrekking van bepaalde rechten aan aandeelhouders van genoteerde vennootschappen<sup>101</sup> wordt gepoogd een provisorisch licht te werpen op het jaar 2010 e.v.<sup>102</sup>

Er wordt eerst nagegaan in hoeverre deze de scores van België voor de jaren 2010 e.v. kunnen beïnvloeden. Deze gegevens worden vervolgens in bijlage '2010 e.v.' gezet en worden ook besproken. Uiteraard is de lezer wel gewaarschuwd dat deze kwantificering wel degelijk kan verschillen van de werkelijkheid aangezien onmogelijk vooraf kan voorspeld worden wat de toekomst exact zal brengen en hoe efficiënt de parlementaire werking zal zijn. Vandaar ook de benaming '2010 en volgende'. Dit deeltje wordt ook enkel gebruikt om de Belgische evolutie

---

<sup>98</sup> L. VAN DEN STEEN, "De richtlijn aandeelhoudersrechten in genoteerde vennootschappen: toekomstperspectieven voor het Belgisch vennootschapsrecht", *TRV*2008, 424-462.

<sup>99</sup> CBFA, *Geconsolideerde versie aandeelhoudersrichtlijn: Voorontwerp van de Wet betreffende de uitoefening van bepaalde rechten door de aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen*, 22 mei 2009, consultaties, 1-30, [www.cbfa.be](http://www.cbfa.be).

<sup>100</sup> Wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, *Parl.Doc. Kamer*, 2009-2010, 2336/001, 162-164.

<sup>101</sup> Voorontwerp van de Wet betreffende de uitoefening van bepaalde rechten door de aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen, 1-31, <http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents>.

<sup>102</sup> Persbericht FOD Justitie, "Aandeelhouders krijgen meer rechten", 5 maart 2010, <http://www.just.fgov.be/persberichten/>. Voor de Wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector zouden de verplichtingen slechts door elke vennootschap moeten gegarandeerd worden tegen uiterlijk 1 juli 2011.

afzonderlijk te bespreken en de bronnen, maar niet bij de vergelijking met de resultaten van SIEMS en LELE, noch bij de correlatie en regressie-analyse.

❖ *Soft law*

Het onderzoeksveld zal zich weliswaar verder uitstrekken dan louter het materiële recht.

Hoger werd reeds het deficit aangetoond van de LA PORTA et al. paper. Indien men the law in action niet in aanmerking neemt, laat men gegarandeerd heel wat bescherming of net juist de afwezigheid ervan onbelicht. Een wet staat namelijk dikwijls prachtig op papier, terwijl de praktijk net het tegendeel leert. Aangezien we hier tot doel hebben de Belgische beschermingsmaatregelen en niet louter de Belgische wetgeving in aanmerking te nemen, worden ook maatregelen meegenomen die als het ware niet bindend zijn, maar toch gebruikelijk toegepast worden in de praktijk.

Dit betreft in de eerste plaats de zogenaamde soft law.

Hiermee wordt in de eerste plaats bedoeld op de *Corporate Governancecodes* (hierna ‘de codes’) van 2004<sup>103</sup> en 2009<sup>104</sup> en haar voorlopers van de CBF<sup>105</sup>, het VBO<sup>106</sup> en HET INSTITUUT VOOR BESTUURDERS<sup>107</sup> zoals ze werden toegepast in de Belgische praktijk.

De codes zoals voor het eerst opgesteld in 2004 en recent aangepast in 2009 zijn gebaseerd op het compy or complain-principe. Dit principe werd aanbevolen door de OESO en heeft een wettelijke grondslag in de Europese richtlijn 2006/46/EG<sup>108</sup>, die bepaalt dat beursgenoteerde vennootschappen “een verklaring met betrekking tot Corporate Governance in hun jaarverslag moeten opnemen met minimum de volgende informatie: een verwijzing naar de code waaraan de vennootschap is onderworpen en/of de code die de vennootschap heeft besloten vrijwillig toe te passen en/of alle relevante informatie over de Corporate Governancepraktijken die worden toegepast naast de wettelijke nationale vereisten... Indien de vennootschap in overeenstemming met de nationale wetgeving afwijkt, vermeldt ze de delen van de code waarvan zij afwijkt en de redenen...”.

---

<sup>103</sup> COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, ‘De Belgische Corporate Governancecode 2004’, 1-41, <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/>, hierna ‘Corporate Governance code 2004’.

<sup>104</sup> COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, ‘De Belgische Corporate Governancecode 2009’, 1-42, <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/>, hierna ‘Corporate Governance code 2009’.

<sup>105</sup> CBF, *Rapportering Corporate Governance*, 18 november 1999, 1-6, [http://www.ecgi.org/codes/documents/cbf\\_dec1998\\_nl.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cbf_dec1998_nl.pdf)

<sup>106</sup> VBO, “Code Corporate Governance”, 1 januari 1998, 1-6, [http://www.ecgi.org/codes/documents/vbo\\_feb\\_nl.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/vbo_feb_nl.pdf)

<sup>107</sup> INSTITUUT VOOR BESTUURDERS, ‘Director’s Charter’, 2000, 1-7, [http://www.ecgi.org/codes/documents/fda\\_code\\_eng.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/fda_code_eng.pdf).

<sup>108</sup> Richtlijn 2006/46 EG van het Europees Parlement en de Raad van 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, *Pb. L.* 16 augustus 2008, afl. 224, 1-7.

Voorts kan ook het CBFA-toezicht worden aangehaald. De CBFA draagt nl. binnen haar toezichtsovername met betrekking tot de periodieke en lopende informatieplicht van beursgenoteerden o.g.v. de Wet van 2 augustus 2002 bij tot het externe toezicht op de naleving van de code. “Ze geeft morele ondersteuning aan de implementatie van de vereisten die de code stelt aan deze vennootschappen, bovenop de verplichtingen opgelegd door de geldende wetten en reglementeringen. ... Indien niettegenstaande Principe 9 en bijlage F voor een specifiek punt geen openbaarmaking plaatsvindt zoals in de code bepaald, zal de CBFA binnen het kader van haar controleplan de beursgenoteerde vennootschap hierop wijzen en haar verzoeken de redenen van niet-naleving bekend te maken. ... De CBFA publiceert bovendien, van tijd tot tijd, algemene vergelijkende overzichten van de Corporate Governance praktijken in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen. ...”<sup>109</sup> Het voorgaande laat toe te besluiten dat de regels inzake Corporate Governance ook onder de arm zullen genomen worden in deze zoektocht naar aandeelhoudersbescherming.

Gelet op het comply-complain principe zullen deze regels slechts in aanmerking worden genomen indien ze voldoende worden gecompliceerd in de praktijk. Daarvoor baseren we ons op recente betrouwbare studies zoals die uitgevoerd door de Commissie Corporate Governance<sup>110</sup>, CBFA<sup>111</sup>, het VBO en het Instituut voor Bedrijfsrevisoren<sup>112</sup>, CLAEYS&ENGELS<sup>113</sup>, VAN DER ELST<sup>114</sup>, TRUMPENER<sup>115</sup> en VLERICK MANAGEMENT SCHOOL<sup>116 117</sup>.

In tweede instantie zijn ook de *aanbevelingen* van de voormalige *Bankcommissie* (vandaag de CBFA) een vorm van soft law.

De wettelijke bevoegdheden van de Bankcommissie bleven echter uitermate beperkt. Zij had normaal gezien een controlerende taak en kon enkel de volledigheid en de juistheid van de info aan het publiek beoordelen, maar ze begaf zich meer en meer op het vlak van de opportuniteit.<sup>118</sup> In principe waren deze regels niet afdwingbaar (enkel deze met betrekking tot

---

<sup>109</sup> COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, ‘De Belgische Corporate Governancecode 2009’, 1-42, <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/>.

<sup>110</sup> VBO en BELGIAN GOVERNANCE INSTITUTE, “Naleving van de Corporate Governance Code: een stand van zaken”, 1-27, [http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/EnqueteCodeLippens\\_0507.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/EnqueteCodeLippens_0507.pdf).

<sup>111</sup> CBFA, “De informatie over Corporate Governance verstrekt door de Belgische op de eerste markt van Euronext Brussels genoteerde vennootschappen - capita selecta”, studies en documenten, 2004, 1-12, <http://www.cbfa.be/nl/publications/stu/pdf/study27.pdf>.

<sup>112</sup> VBO en INSTITUUT VOOR BESTUURDERS, “De praktijk van Corporate Governance in Belgische beursgenoteerde ondernemingen”, 2002, 1-3, <http://www.vbo-feb.be/index.html?page=17&lang=nl>.

<sup>113</sup> J. VAN GYSEGEN en W. DEVOS, “De samenstelling en werking van het remuneratiecomité”, 1-24, <http://cmp.roularta.be/cmdata/Attachments/site4/2006/w42/Artikelremuneratiecomite.pdf>.

<sup>114</sup> C. VAN DER ELST, “Corporate Governance op het snijvlak tussen wetgeving en aanbeveling: Een praktijkstudie”, *Accountancy & Bedrijfskunde* 2006, 11-24.

<sup>115</sup> J. TRUMPENER, *Code Lippens: toetsing aan de praktijk*, onuitg. licentiescriptie Toegepaste Economische Wetenschappen U. Hasselt, 2007, <http://uhdSPACE.uhasselt.be/dSPACE/bitstream/1942/1842/1/trumpener.pdf>.

<sup>116</sup> X. BAETEN en C. VANDE WALLE, *How variable is the CEO's business?*, Gent, 2008, <http://www.vlerick.com/en/media/press/releases/9873-VLK.html>.

<sup>117</sup> Zie infra p. 218 en volgende voor de bijlagen anno 2002, zie p. 237 en volgende voor de bijlagen anno 2006 en zie p. 250 en volgende voor de bijlagen anno 2009.

<sup>118</sup> De vraag was daarbij gerezen of de Bankcommissie niet geneigd was haar bevoegdheid aan te wenden om aanbevelingen te doen aannemen die haar bevoegdheid eigenlijk overschreden. Door sommigen kreeg ze het

het prospectus hadden juridisch bindende kracht), maar haar aanbevelingen hadden een groot gezag dat ook door de rechtspraak werd erkend.<sup>119</sup> De niet-naleving ervan kon worden gesanctioneerd, maar in de praktijk was dit niet nodig.

Er is ook rechtspraak waar de aansprakelijkheid van de meerderheidsaandeelhouder werd weerhouden voor het negeren van een aanbeveling van de BANKCOMMISSIE.<sup>120</sup>

Deze aanbevelingen worden, gelet op haar gezag (en de afwezigheid van praktijkstudiemateriaal), niet getoetst aan de praktijk. Ze worden wel enkel in aanmerking genomen wanneer de Bankcommissie expliciet en zonder uitzondering bepaalde principes vooropstelt en niet wanneer telkens afzonderlijke en uiteenlopende voorstellen geformuleerd werden in verschillende cases. Ten exemplatieve titel kan er gewezen worden op haar aanbevelingen omtrent het voorkeurrecht<sup>121</sup>, het openbaar bod tot overname<sup>122</sup>, het neutraliteitsprincipe bij overname<sup>123</sup> en de rapportering bij fusies<sup>124</sup>.

Tot slot kan men ook de *aanbevelingen van de Europese Commissie* beschouwen als een vorm van soft law.<sup>125</sup> Deze werden geformuleerd met betrekking tot de taak en samenstelling van het bestuur en comités<sup>126</sup> en de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen.<sup>127</sup>

Daar deze aanbevelingen geen bindende kracht hebben, noch groot moreel gezag, noch een sanctiemechanisme zullen ze de totaalscore niet beïnvloeden. Voor de volledigheid werden ze toch ingekeken en vermeld in de bijlagen.

---

verwijt dat ze zich al te zeer inliet met de opportuniteit van de verrichting. K. GEENS, J.M.M. MAEIJER, J.M. NELISSEN GRADE, W. VAN GERVEN, K. VAN HULLE, *Openbaar bod en beschermingsconstructies*, Kalmthout, Biblo, 1990, 16 e.v.; R. WITERWULGHE, *l'Offre Publique d'Acquisition*, Brussel, De Boeck, 1988, 106-107.

<sup>119</sup> Brussel 1 maart 1988, *JT* 1988, 219-229; Kh. Brussel 31 januari 1988, *TBH* 1980, 420-434.

<sup>120</sup> Kh. Brussel 31 januari 1980, *BHR* 1980, 420.

<sup>121</sup> BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1946-47*, Brussel, Demarichet, 1947, 80; BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1967*, Brussel, Demarichet, 1967, 169; BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1976-77*, Brussel, Demarichet, 1977, 113.

<sup>122</sup> BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1978-79*, Brussel, Demarichet, 1979, 106-115. In casu werd er geen algemene plicht tot openbaar bod te doen gestipuleerd. Andere opties werden ook mogelijk geacht. Dit resulteerde hier dan ook niet in een 1-score voor de desbetreffende variabele. (zie infra Bijlage anno 1970, variabele II.7.1 en II.7.2 p.133 e.v.) Dit was dan weer anders bij variabele I.7.3. aangezien de Bankcommissie wel het openbaar karakter altijd aanhing. (zie infra Bijlage anno 1970, variabele II.7.3 p. 133 e.v.)

<sup>123</sup> BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1986-87*, Brussel, Demarichet, 1987, 85-86; BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1987-88*, Brussel, Demarichet, 1988, 90.

<sup>124</sup> BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1966*, Brussel, Demarichet, 1966, 34.

<sup>125</sup> In een werkdocument heeft de Europese Commissie haar aanbevelingen gekwalificeerd als een onderdeel van soft law. COMMISSIE JURIDISCHE ZAKEN –RAPPORTEUR M.M. ORTEGA, "Werkdocument over institutionele en wettelijke gevolgen van het gebruik van "soft law"-instrumenten", DT/65334, 2, [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004\\_2009/documents/dt/653/653346/653346nl.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2004_2009/documents/dt/653/653346/653346nl.pdf).

<sup>126</sup> Aanbeveling van 2005/163/EG van de Europese Commissie van 15 februari 2005 betreffende de taak van 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 2005/162/EG, *Pb. L.* 25 februari 2005, afl. 52, 51-63.

<sup>127</sup> Aanbeveling van 2004/913/EG van de Europese Commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, *Pb. L.* 25 februari 2005, afl. 52, 51-63; Aanbeveling van de Europese Commissie van 30 april 2009 ter aanvulling van Aanbeveling 2004/913/EG en Aanbeveling 2005/162/EG wat betreft de regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, *Pb. L.* 15 mei 2009, afl.120, 28-31.



### ❖ De praktijk

Tot slot wordt er ook gekeken naar “de praktijk”, waarmee ik in de eerste plaats verwijs naar het doorlichten van *dominante rechtspraak en rechtsleer*.

Opnieuw moet hierbij de kanttekening worden gemaakt dat zij slechts een invloed zal hebben op de score indien ze de heersende rechtspraak is en quasi unaniem opgevolgd wordt. In concreto zal dit bijvoorbeeld navolging van heersende Cassatierechtspraak betreffen.

Daarnaast kan ook gewezen worden op de *statuten van de beursgenoteerde onderneming*, in aanmerking zullen worden genomen, wanneer de wetgeving slechts een suppletieve of een minimumnorm of niets voorschrijft. Deze bron kan enkel leiden tot een hogere score, wanneer er tastbaar bewijs is dat quasi alle ondernemingen deze welbepaalde toepassing volgen. Zo kan bijvoorbeeld verwezen worden naar variabele II.8. met betrekking tot transparantieplichten. Waar de wetgever principieel een 5%-kennisgevingsdrempel vooropstelde, kon men statutair verdergaan tot 3%. Uit informatie van de CBFA bleek dat slechts 53 van de (anno 2009-2010) 172 genoteerde entiteiten van een lagere kennisgevingsdrempel kennisgaven.<sup>128</sup> Omwille van de minderheid van beursgenoteerden, werd dan ook het wettelijk minimum als uitgangspunt genomen.

### ❖ Verhouding

De verhouding tussen deze rechtsbronnen is duidelijk. Een dwingende norm heeft voorrang op de praktijk en soft law. Soms kunnen de bronnen elkaar ook aanvullen.

## ii. Codering aan de hand van een niet-binaire score

Alle bovengenoemde gegevens zullen in aanmerking worden genomen als zijnde ‘de Belgische beschermingsmaatregelen’ en zullen worden getoetst aan de SIEMS & LELE-index om na te gaan in welke mate zij hieraan voldoen.

### ❖ Algemene kwantificering.

Bij de algemene kwantificering zal in tegenstelling tot bij LA PORTA et. al. gebruik worden gemaakt van een niet-binaire score. Deze zal variëren tussen 0, 0,25, 0,5; 0,75 en 1.

---

<sup>128</sup> CBFA, ‘Emittenten die een statutaire kennisgevingsdrempel hanteren’, <http://www.cbfa.be/nl/gv/ah/not/dbeginfirmemittenten.asp>.

Bij de kwantificering van de bronnen in het algemeen kunnen twee situaties worden onderscheiden.

Vooreerst zijn er bepaalde variabelen waarvoor SIEMS & LELE een zodanige omschrijving hebben verzorgd dat de keuze voor een welbepaalde score afhankelijk is van uitdrukkelijk omschreven marges bijvoorbeeld het halen of niet halen van welbepaalde percentages of meerderheden of van het al dan niet onderhevig zijn van principes aan uitzonderingen enz.

Zo gebeurt de kwantificering van het recht dat aandeelhouders kunnen vragen dat een buitengewone algemene vergadering wordt bijeengeroepen als volgt: “Indien het recht om een bijzondere algemene vergadering te vragen afhankelijk is van een kapitaalbezit van max. 5%: 1; indien het een kapitaalbezit betreft tussen 5- 10%: 0,5; indien dit meer is dan 10%: 0.”

In dergelijke gevallen kan men er enkel de normatieve database gaan screenen en deze gaan toetsen aan de vooropgestelde barema's.

Iets moeilijker ligt het wanneer de (door SIEMS & LELE) als “beschermend” gekwalificeerde maatregel algemeen wordt omschreven zoals bijvoorbeeld wat betreft de exoneratiemogelijkheid voor bestuurdersaansprakelijkheid. Daar moet een score 0 worden toegekend “indien de bestuurders zich kunnen exonereren voor hun zorgvuldigheidsplicht en 1 indien anders.”

Hier is de marge reeds groter en kan deze hakbijlscore in vergelijking met de concrete maatregel soms te bruto lijken.

Om toch een iets objectievere meting door te voeren, zullen een aantal eigenhandig toegevoegde tussenscores gebruikt worden, maar hier geldt als algemene regel dat slechts één (van de vooropgestelde scores) afwijkende tussenscore kan worden toegekend.<sup>129</sup>

Waar het resultaat sterk aanleunt bij een 1-score maar niet volledig voldoet aan alle vereisten uit de variabele, wordt een 0,5-score worden toegekend. Ligt het normatieve antwoord compleet of sterk uiteen van de condities uit de variabele, dan zal inderdaad slechts een 0-score worden toebedeeld; een 1-score komt er uiteraard indien alle voorwaarden vervuld zijn.<sup>130</sup>

Als we deze theorie gaan toepassen op het hoger geschetste voorbeeld met betrekking tot de exoneratiemogelijkheid voor bestuurders, dan moet dus in acht genomen worden dat daar geen

---

<sup>129</sup> Een uitzondering hierop betreft de situatie waar de index zelf 0 of 1 vooropstelt én expliciet de mogelijkheid openlaat om tussenscores toe te kennen wanneer de vereisten partieel zijn en we duidelijk een onderscheid kunnen maken tussen 4 hypotheses. Zo polst variabele I.9.3 naar de instelling van een audit- en remuneratiecomité met telkens een verplichte samenstelling van een meerderheid onafhankelijke bestuurders. Daar we in 2005 enkel in meer dan 75% van de gevallen een compliance hadden op het vlak van remuneratiecomités, maar niet op auditcomité, noch op de aanwezigheid van een meerderheid van bestuurders, werd een 0,25 toegekend. (zie bijlage 12 p. 209)

<sup>130</sup> De hoger aangegeven theorie betekent wel niet dat er nooit 0,25 of 0,75 kan worden toegekend. Als de variabele bijvoorbeeld de keuze laat tussen de scores 0; 0,5 en 1, dan kan wel gekozen worden voor een 0,25 of 0,75. Er wordt immers slechts één afwijkende tussenscore toegevoegd aan de door de index gestipuleerde opties. In dit geval zal dan dus niet gekozen worden voor tussenscores zoals 1/8, 2/8 en 3/8. Dit is volgens mijr een brug te ver.

gebruik zal gemaakt worden van de scores 0,75 en 0,25. Vooreerst lijkt de extra optie voor een 0,5-score waar in feite enkel een 0- of 1-score wordt toegelaten mij al behoorlijk arbitrair; indien we daar 3 extra opties aan toevoegen dan gaan we pas echt te ver en moet al een keuze gemaakt worden tussen “een klein beetje voldaan, behoorlijk maar niet helemaal voldaan” of “net niet volledig voldaan” aan de voorwaarden. Deze laatste toepassing is volgens mij een brug te ver. Graag zou ik de voorop gestipuleerde index zo nauwgezet proberen te volgen.

De redenering die gevolgd wordt bij bindende normen en de praktijk zoals ze voortvloeit uit de rechtspraak of rechtsleer verschilt uiteraard van de manier waarop geredeneerd wordt bij de beoordeling van niet-bindende normen, zoals deze op grond van soft law en dan vnl. deze uit de Corporate Governancecodes.

Voor deze normen wordt een strenger standpunt ingenomen vooraleer België weliswaar al enig cijfer krijgt.

Enkel indien minimum 95 % van de ondernemingen de regel ter harte neemt, zal hieraan dezelfde waarde worden toegekend als aan een bindende norm en kan eventueel worden voorzien in een 1 of een 0 (naargelang deze norm al dan niet een positief effect heeft op de aandeelhoudersbescherming).

Indien het percentage van de toepassingsgraad hoger ligt dan of gelijk is aan 75%, wordt hier maximaal een 0,5-score aan toegekend indien deze norm de aandeelhoudersbescherming op grond van de index gunstig beïnvloedt.

Toch zullen we de positieve score die we hadden kunnen verkrijgen op grond van de letterlijke tekst van soft law, maar niet hebben toegekend omdat ze de praktijktoets niet doorstonden, in de bijlagen vermelden. Deze gegevens zullen verder toelaten om de compliancegraad weer te geven (door ze te koppelen aan de cijfers van de werkelijke aandeelhoudersbescherming en dus van de regels die de methodologische toets doorstonden.)

#### ❖ Afzonderlijke scores bij de rechtsbronnen

Zoals hoger ook aangegeven, zal naast het toekennen van een algemene score per variabele per jaar, ook een afzonderlijke score worden toegekend aan 3 categorieën rechtsbronnen. Dit zijn “de wet *sensu stricto*”, “soft law” en “de praktijk”. Deze bronnen zullen ook een niet-binaire score worden toebedeeld op dezelfde wijze als hoger geschetst in de mate waarin zij de bron zijn van de hoofdscore.

De vraag die we ons dus per rechtsbron zullen stellen is: “In welke mate zorgt deze bron op zichzelf voor de aandeelhoudersbescherming zoals omschreven in de variabele?”

Aan de categorie “*wet sensu stricto*” wordt een score toegekend indien een expliciete wettekst de basis is voor een positieve eindscore. Interpretaties afgeleid uit algemene wetteksten horen hier niet thuis; deze worden gegroepeerd bij de groep “praktijk”.

Onder de categorie “*soft law*” ressorteren de aanbevelingen van de Bankcommissie, deze van de Europese Commissie, de bepalingen uit Corporate Governance codes (en hun voorlopers).

“*De praktijk*” betreft zoals hoger aangegeven de principes die door rechtsleer en rechtspraak gedestilleerd worden uit de wet. Ook de statuten van de vennootschap (bij gebreke aan dwingende wetsbepaling) vallen hieronder. Wijzigingen in de statuten ten gevolge van “*soft law*” komen tot uiting in de tweede categorie.

Het is mogelijk dat aan twee categorieën tegelijk een positieve score wordt toegekend. Dit kan in de eerste plaats wanneer ze samen eenzelfde principe hard maken. Als voorbeeld kan verwezen worden naar variabele I.1.5. met betrekking tot de dividendtoekenning. Art. 77, 79 en 80 W. Kh. I omschreven anno 1970 dat de algemene vergadering moet stemmen over het jaarverslag met daarin o.a. een opgave van de verdeling van de nettowinst. De rechtspraak vulde dit principe aan en stelde dat de algemene vergadering volledig beslist over de aanwending van de winst.<sup>131</sup>

Ook wanneer verschillende principes leiden tot de nodige bescherming om tot een positieve eindscore van de variabele te concluderen kan dit zich voordoen. De variabele II.9.1. met betrekking tot de onderdrukte minderheid waar een 1 verleend wordt indien een bepaalde vorm van substantiële controle mogelijk is ten aanzien van meerderheidsbeslissingen door de minderheid kan hier als voorbeeld dienen. In casu leidde anno 1970 de theorie misbruik van meerderheid door de rechtsleer, de bekrachtiging van het Hof van Beroep bij wijziging van rechten van verschillende soorten aandelen en de aanbevelingen Bankcommissie over de beperking voorkeurrecht tot een totale 1-score.<sup>132</sup>

Ten slotte is het ook mogelijk dat een andere categorie op zichzelf wel een vorm van bescherming biedt, maar dan weer minder bescherming dan een andere bron (op zich). Een voorbeeld vinden we bij I.1.4. waar de wet anno 1970 de algemene vergadering als het opperste orgaan bestempelde, terwijl de praktijk uitwees dat dit de jaren voor de wetswijziging in 1973 reeds de facto niet meer het geval was. Aangezien echter de wet voorrang heeft op de praktijk werd uiteindelijk nog een 1-score toegekend.<sup>133</sup>

De wet *sensu stricto* heeft dus wel voorrang op de andere categorieën. Dit betekent dat als een score bepaalde jaren bekomen werd ten gevolge van een of twee categorieën andere dan de wet en de wetgever beslist het bestaande principe in een wet te gieten, dan gaat de 1-score naar de wet en worden de scores van de andere categorieën op 0 gezet. Indien een bepaalde rechtsbron niet bijdraagt tot een positieve eindscore dan wordt deze op 0 gehouden.

Met deze gegevens kunnen we dan over een periode van 40 jaar zien welke rechtsbron domineert, wat de tendensen en evoluties zijn en eventueel welke rechtsbron het meest geschikt is voor toekomstige (nieuwe) aandeelhoudersbescherming.

---

<sup>131</sup> Zie infra Bijlage anno 1970, variabele I.1.5. p.133 en volgende.

<sup>132</sup> Zie infra Bijlage anno 1970, variabele II.9.1. p. 133 en volgende.

<sup>133</sup> Zie infra Bijlage anno 1970 variabele I.1.4. p. 133 en volgende.

Men voelt reeds aan dat doorheen de gehele studie toch een zekere mate van subjectiviteit sluimert. Het is immers zo dat hoeveel gegevens men ook zou willen in aanmerking nemen of hoe objectief men ook claimt te zullen zijn bij de kwantificering, deze studie toch deels gebaseerd is op een waardeoordeel.

Verskillende studies zouden tot verschillende resultaten leiden. Niettemin zal gepoogd worden dit onderzoek met de grootste nauwkeurigheid en een grondige dosis objectiviteit te benaderen. De transparantie kan in de eerste plaats bevorderd worden door de methodologie zo nauwgezet mogelijk te omschrijven. Daarnaast wordt ook een uitgebreid bijlagenarsenaal toegevoegd, waarbij elke kwantificering in extenso wordt toegelicht en onderbouwd.

### **iii. Variabelen**

De index van SIEMS & LELE is opgedeeld in twee componenten. Ze bevat een selectie variabelen die enerzijds de bescherming tegen het bestuur en management pogen te omschrijven en anderzijds de bescherming tegen andere aandeelhouders.

Dit geheel van 60 omschreven beschermingsmechanismen zal binnen een tijdsbestek van 40 jaar worden getoetst. Om dit te verwezenlijken worden verschillende ijkpunten in aanmerking genomen van 1970 tot en met 2009 die overeen stemmen met de vennootschaprechtelijke wijzigingen op grond de wet, soft law en de praktijk. Het gaat meer bepaald om 1970, 1973, 1984, 1986, 1991, 1993, 1995, 1997, 1999, 2002, 2005, 2006, 2007, 2009 en 2010 e.v.

Met al deze waarnemingen kan op grafische wijze de evolutie van de Belgische maatregelen gaan blootgelegd worden.

## **B. Luik twee: Bevindingen & Analyse**

### **i. Algemeen**

Een eerste deel van deze studie bestaat erin bepaalde moeilijkheden van het onderzoek aan te halen.

Daarbij worden bepaalde voorbeelden gegeven van problemen die gaandeweg moesten worden opgelost, bepaalde kritieken geformuleerd met betrekking tot de index en voorstellen gedaan om deze eventueel weg te werken. Daarna zullen de verworven cijfergegevens geanalyseerd worden.

## ii. Resultaten

### ❖ België t.o.v. de VS, het VK, Frankrijk, Duitsland, India: evolutie 1970 - 2005

In de eerste plaats wordt de evolutie van 1970 tot 2005 getoetst aan de resultaten van SIEMS & LELE met betrekking tot de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Duitsland en India. Daarbij wordt eerst en vooral gekeken naar de totaalscores van de verschillende landen, de trends, waar er stijgingen of dalingen zitten en waarom.

Nadien worden afzonderlijke analyses gemaakt van de scores met betrekking tot de bescherming tegen het management en bestuur en de bescherming tegen de andere aandeelhouders. Daarbij zal ook gepoogd worden om de tendensen te verklaren.

Tot slot wordt ook bekeken in welke mate de landen nu effectief van de Belgische score afwijken. Dit zal worden berekend door het absoluut verschil te bepalen tussen de score van elke variabele van elk jaar van een bepaald land en de score voor dezelfde variabele van elk jaar van België. De som van deze absolute verschillen wordt dan in een grafiek weergegeven in een reeks en deze reeksen worden opgesteld per land. Hoe groter de score, hoe meer deze afwijken van de Belgische resultaten. Daarnaast zal ook de totale convergentie worden berekend i.e. het samenzetten van de curves van de landen die het absolute verschil van de scores van andere landen weergeven, waardoor we een beeld kunnen vormen van welk land het meeste mainstream is. Uiteraard zal ook getracht worden bepaalde verklaringen te geven aan de bekomen resultaten verwijzend naar de bestaande theorieën (voornamelijk path dependencies en legal origins.)

### ❖ België 1970 tot 2009, verhouding bronnen, correlatie & regressie beursmarktevolutie en vennootschapsprestaties

Daar de resultaten van SIEMS & LELE slechts reiken tot 2005, wordt hier de evolutie na 2005 afzonderlijk besproken. Een 'provisoir' licht kan al geworpen worden op de evolutie in het jaar 2010 op basis van reeds in 2009 in het vooruitzicht gestelde maar nog niet volledig uitgewerkte en nog niet in werking getreden regelgeving.

Daarnaast wordt de verhouding tussen de rechtsbronnen 'wet', 'soft law' en 'praktijk' in België over een tijdspanne van 40 jaar onder de loep genomen.

Daarbij wordt opnieuw een onderscheid gemaakt tussen de totaalscores en de afzonderlijke scores voor de twee soorten bescherming.

In een laatste fase zal uiteindelijk de associatie tussen aandeelhoudersbescherming en marktevolutie bestudeerd worden en dus nagegaan worden of een verhoogde bescherming kan leiden tot een beter ontwikkelde en renderende markt. Daarbij baseer ik me op vier formules en op data van de Wereldbank. Daarnaast wordt ook een regressie- en correlatieanalyse

doorgevoerd ten opzichte van vennootschapsprestaties onder de vorm van rentabiliteit van activa en eigen vermogen gebaseerd op gegevens uit de studie van DEVRIESE & SPAENJERS.<sup>134</sup> Op deze manier wordt een concrete toets doorgevoerd van de law matters-claim uit de legal origins-hypothese.

### **C. Luik drie: Conclusies**

In een derde fase van deze studie zal ten slotte een kort overzicht gegeven worden van de uit het onderzoek gedestilleerde conclusies. Daarbij zal een licht geworpen worden op de huidige en toekomstige evoluties.

Op basis van de conclusies zullen we pogen bepaalde aanbevelingen te doen in de zin van de stijgende of dalende graad van aandeelhoudersbescherming en de daartoe meest geëigende rechtsbron en op welk niveau. Dit zal geëvalueerd worden rekening houdend met de specifieke karakteristieken van elk rechtsstelsel en met het feit dat de index niet elke beschermingspiste heeft omschreven.

---

<sup>134</sup> C. DE VRIESE en C. SPAENJERS, “Corporate Governance en Performantie in België: een longitudinale studie (1997-2004)”, *Kwartaalschrift Economie* 2007, 217-235.

## TITEL III. BEVINDINGEN

### 1. MOEILIKHEDEN VAN DE STUDIE

#### A. Problemen met de index

Het kwantificeren van de Belgische minderheidsaandeelhouderbescherming liep absoluut niet van een leien dakje. Vooreerst geven we een overzicht van de vertaalde index van SIEMS en LELE weer. Op die manier kunnen de hierna geformuleerde commentaren beter gevolgd worden.

De kritieken zijn ingedeeld in twee delen. In het eerste deel geef ik een kort overzicht van een aantal algemene opmerkingen. Nadien volgt een overzicht van specifieke variabelen waar ik problemen ervaarde. Dit alles wordt gecombineerd met een persoonlijk voorstel tot verbetering.

#### i. Nederlandse vertaling van de index van SIEMS & LELE

##### 1. BESCHERMING TEGEN HET BESTUUR

1.1. Macht van de algemene vergadering = een score van 1 wordt toegekend indien de algemene vergadering de macht heeft om volgende beslissingen te nemen:

1.1.1. Amendering van de statuten

1.1.2. Fusies en splitsingen

1.1.3. Kapitaalmaatregelen (*Opmerking: De index leidt niet tot een lagere score wanneer er een mogelijkheid is van 'toegestaan kapitaal'.)*

1.1.4. De facto wijzigingen = de bepalende drempels zijn de verkoop van substantiële activa van de vennootschap (bijvoorbeeld: de verkoop van meer dan 50% vereist goedkeuring van de algemene vergadering verdient een 1, indien de drempel gelijk is aan 50%, dan wordt 0,5 toegekend; een score 0 indien minder.)

1.1.5. Dividend uitkeringen = score 1 wanneer de algemene vergadering effectief de grootte van het dividend kan beïnvloeden (i.e. als er beslist wordt via een jaarlijkse staat en een jaarlijks dividend en indien de raad van bestuur geen significante mogelijkheid heeft om de rekeningen te manipuleren); 0,5 als er een zekere participatie is van de algemene vergadering; 0 indien de raad van bestuur beslist over het dividend.

1.1.6. Verkiezen van de leden van de raad van bestuur

1.1.7. Persoonlijke belangen van bestuurders bij substantiële transacties

1.2. Macht om de agenda te bepalen m.b.t. volgende thema's:

(*Opmerking: 1.2. en 1.3 kunnen ook beschouwd worden als mechanismen ter bescherming van de minderheids- tegen de meerderheidsaandeelhouders. Hier wordt het beschouwd als een onderdeel van de bescherming tegen het bestuur omdat de bestuurders verantwoordelijk zijn voor het bepalen van de agenda en het bijeenroepen van de algemene vergadering en de bescherming tegen het bestuur dus de primaire doelstelling is van deze regels.*)

1.2.1. Algemene onderwerpen = score 1 indien de aandeelhouders die 1% van het kapitaal hebben een item op de agenda kunnen plaatsen; 0,5 indien ze een kapitaal tussen 1-10% moeten hebben hiervoor; score 0 indien anders geregeld.

1.2.2. Verkiezing van de bestuurders (zie 1.2.1)

1.2.3. Kosten = score 1 indien de aandeelhouders niet moeten betalen voor het doen van voorstellen; 0 indien anders.



### 1.3. **Buitengewone algemene vergadering**

1.3.1 **Het recht om te vragen dat ze wordt bijeengeroepen** = een 1-score indien het recht om een bijzondere algemene vergadering te vragen afhankelijk is van een kapitaalbezit van max. 5% van kapitaal; 0,5 indien een kapitaalbezit nodig is tussen 5-10%; 0 indien anders.

1.3.2 **Bekrachtiging** = score 1 indien de aandeelhouder de algemene vergadering zelf kan bijeenroepen of kan vragen dat de rechtbank dit zal bekrachtigen; score 0 indien de rechtbank een discretionaire bevoegdheid heeft.

### 1.4. **Anticipatie op de beslissing van de aandeelhouders**

1.4.1 **Beperkingen voor stemmen bij volmacht** = score 0 indien de beperkingen dermate groot zijn dat stemmen bij volmacht de facto niet plaatsvindt; score 0,5 indien er bepaalde beperkingen zijn die de relevantie van stemmen bij volmacht reduceren; score 1 indien er geen beperkingen zijn.

1.4.2 **Anticipatie vergemakkelijken** = score 1 indien de vennootschap voor het stemmen per brief of voor het verzoek tot verlening van een volmacht verplicht is een formulier te voorzien om op twee wijzen te stemmen; indien het formulier moet voorzien worden maar niet het verzoek tot verlening van een volmacht ('proxy solicitation'); score 0,5; score 0 indien het anders geregeld is.

1.4.3 **Kosten voor het verzoek tot verlening van volmacht ('proxy contest')** = indien de kosten van het verzoek tot verlening van een volmacht gedragen worden door de vennootschap of indien de gevolmachtigden het recht hebben om hun voorstellen bij het volmachtenformulier van de vennootschap te sluiten: 1; score 0 indien anders.

### 1.5. **Informatie voorafgaand aan de algemene vergadering**

1.5.1 **Amendering van de statuten** = score 1 indien de exacte bewoordingen vooraf moeten worden opgestuurd (push-systeem); score 0,5 indien de aandeelhouders erom moeten vragen (pull-systeem); score 0 indien er iets anders is voorzien.

1.5.2 **Fusies** = score 1 indien een bijzonder rapport vooraf moet worden opgestuurd; 0,5 indien de aandeelhouders erom kunnen verzoeken; 0 indien anders geregeld.

1.6. **Blokkeren van de aandelen voor de algemene vergadering** = score 0 indien de aandeelhouders hun aandelen moeten deponeren voorafgaand aan de algemene vergadering en indien dit tot gevolg heeft dat de aandeelhouders weerhouden worden om hun aandelen te verkopen gedurende een aantal dagen; score 1 indien anders geregeld.

### 1.7. **Individuele informatierechten**

1.7.1 **Recht om info te vragen tijdens de algemene vergadering** = score 1 indien een individuele aandeelhouder of aandeelhouders met 5% of minder van het kapitaal vragen kunnen stellen tijdens de algemene vergadering die daar zullen worden beantwoord; 0,5 indien een aandeelhouder met 10% of minder dit recht heeft; 0 indien anders.

1.7.2 **Recht om info te vragen buiten de algemene vergadering** = score 1 indien een individuele aandeelhouder met 5% of minder kapitaal informatie kan vragen los van de algemene vergadering; 0,5 indien aandeelhouders met 10% of minder van het kapitaal dit kunnen; 0 indien anders geregeld.

### 1.8. **Communicatie met andere aandeelhouders**

1.8.1 **Recht tot toegang tot het aandeelhoudersregister en indien nodig bevoorrechte eigenaars** = score 1 indien het recht tot inspectie kan gehanteerd worden door een enkele aandeelhouder; 0 indien er geen dergelijk recht is voorzien.

1.8.2 **Communicatie tussen aandeelhouders al dan niet beïnvloed door de regels van volmacht** = score 1 indien de communicatie tussen aandeelhouders niet wordt beïnvloed door volmachtregels, score 0 indien anders.

### 1.9. **Samenstelling van het bestuur**

1.9.1 **Verdeling management en controle** = score 1 indien er een two-tier systeem is of min. de helft van de bestuurders niet-uitvoerende bestuurders moeten zijn; 0,5 indien min. 25% van de bestuurder niet uitvoerende bestuurders moeten zijn; 0 indien anders geregeld.

1.9.2 Onafhankelijke bestuurders (Opmerking: Onafhankelijke bestuurders kunnen ook een methode zijn om minderheidsaandeelhouders te beschermen tegen meerderheidsaandeelhouders. Dit hangt af van de definitie van “onafhankelijk”, iets wat niet gecodeerd kan worden via deze index.)

= score 1 indien minstens de helft van het bestuur onafhankelijk moet zijn; 0,5 indien min. 25% van hen onafhankelijk moet zijn of de onafhankelijkheidsvereiste zeer laag is; score 0 indien anders.

1.9.3 Comités = score 1 indien de vennootschappen verplicht zijn een audit- en eenremuneratiecomité in te stellen met een meerderheid aan onafhankelijke bestuurders; tussenscores zijn mogelijk indien de vereiste partiel is bijvoorbeeld wanneer er vereist wordt dat er bepaalde comités worden opgericht of dat de instelling van een onafhankelijke bestuurders voor minder dan de helft vereist wordt; score 0 indien comités niet noodzakelijk zijn of wanneer de instelling van onafhankelijke bestuurders niet wordt vereist.

#### 1.10. Geen overdreven vergoeding voor niet-uitvoerende en uitvoerende bestuurders

1.10.1. Macht van algemene vergadering = score 1 indien de algemene vergadering alle vergoedingsschema's moet goedkeuren; 0,5 indien dit beperkt is (bijvoorbeeld wanneer dit enkel vereist wordt voor aandeelhoudersopties of wanneer bepaalde bestuurders uitgesloten zijn); score 0 indien anders.

1.10.2. Jaarlijkse bekendmaking = score 1 indien er een volledige en specifieke bekendmaking noodzakelijk is van de individuele vergoeding van elke bestuurder; 0,75 indien informatieverstrekking vereist is van de individuele vergoeding van bepaalde directeurs; 0,5 indien er bekendmaking vereist is van de vergoeding van de top twee (uitvoerende) bestuurders; 0,25 indien er enkel een bekendmaking vereist is van de totale bezoldiging, 0 indien anders geregeld.

1.10.3. Bijkomende vereisten voor het plaatsen van limieten op de vergoedingen om aandeelhouders te beschermen = indien er een directe regulering is, moet een score 1 worden voorzien; 0 in het andere geval.

1.11. Vergoeding op basis van prestaties = score 1 indien prestatiegebonden remuneratie van de managers en bestuurders wordt gepromoot (bijvoorbeeld door het vergemakkelijken van de beloning van prestaties via aandelenopties); 0 indien anders geregeld.

#### 1.12. Duur van de benoeming van bestuurders

1.12.1. Normale duurtijd benoeming = score 1 indien de duurtijd 1 jaar of minder is; 0,5 indien deze tussen 1 en 5 jaar is; 0 indien 5 jaar of langer.

1.12.2. Vereisten voor beëindiging = score 1 indien er geen specifieke voorwaarden worden gesteld om de bestuurders af te zetten; score 0 indien er een belangrijke of goede reden vereist is; tussenscores zijn mogelijk indien er geen speciale vereisten zijn, maar wanneer er een financiële last in zit voor de vennootschap (bijvoorbeeld onder de vorm van een compensatie op grond van een statutaire of contractuele clause of schadevergoeding of een salaris).

1.13. Bestuurdersplichten (Opmerking: Voor de goedkeuring van het gedrag van de bestuurders zie variabele 1.1.9.; voor de uitsluiting van aansprakelijkheid zie variabele 2.10.1.)

1.13.1. Bestuurdersaansprakelijkheid - zorgvuldigheidsplicht = score 0 indien er strenge criteria zijn die de aansprakelijkheid virtueel uitsluiten; 0,5 indien er bepaalde beperkingen zijn bijvoorbeeld door het vereiste van een ernstige nalatigheid of de “business judgement rule”; score 1 indien er geen of weinig beperkingen zijn (gelet op de “business judgement rule” en de algemene zorgvuldigheidsplicht.)

1.13.2. Bestuurdersaansprakelijkheid: loyauteitsplicht = score 1 indien er een plicht is om het vennootschapsbelang voor het eigen belang te plaatsen; 0 indien anders.

1.13.3. Individuele afdwinging = score 0 indien deze mogelijkheid typisch wordt uitgesloten (bijvoorbeeld omdat er een strikte subsidiariteitsvereiste geldt, omdat er een drempel van min. 10% is of omwille van kostenregelingen); 0,5 indien er bepaalde restricties zijn (bijvoorbeeld een bepaald percentage van het kapitaalbezit is vereist maar minder dan 10%); score 1 indien anders geregeld.

#### 1.14 Superioriteit van de aandeelhouders

1.14.1. Algemeen principe = score 1 indien de raad van bestuur altijd prioriteit moet geven aan de belangen van de aandeelhouders; 0 indien het bestuur altijd prioriteit moet verlenen aan de belangen van andere stakeholders; 0,5 in andere gevallen.

1.14.2. Overnameregulering = score 1 indien het principe van strikte neutraliteit geldt in geval van overnames; 0,5 indien dit neutraliteitsprincipe onderhevig is aan uitzonderingen; 0 indien anders geregeld.

1.15. Voorkeurrechten = score 1 wanneer de wet aan aandeelhouders de eerste mogelijkheid geeft om nieuw uitgegeven aandelen te kopen en dat van dit recht afstand kan worden gedaan door de algemene vergadering; score 0 indien anders.

1.16. Uitsluiting van bestuurdersfunctie ten gevolge van nalatig gedrag? = score 1 indien nalatig gedrag kan leiden tot uitsluiting; 0,5 indien enkel in specifieke omstandigheden van nalatigheid bestuurders kunnen worden uitgesloten (bijvoorbeeld falen in financiële rapporteringsplicht); 0 indien nalatig gedrag op zich niet noodzakelijk is voor uitsluiting.

1.17. Corporate Governancecode: = score 1 indien de vennootschappen moeten bekendmaken en uitleggen waarom ze de regels uit de codes toepassen; 0,5 indien het slechts aanbevelingen zijn; 0 indien anders geregeld.

1.18. Publieke handhaving van het vennootschapsrecht = score 0 indien er geen macht is vanwege de publieke autoriteiten en 1 indien ze wel de macht hebben om de volgende handelingen te stellen:

1.18.1. Machtiging voor het substantiële transacties waarbij bestuurders een persoonlijk belang hebben

1.18.2. Machtiging om bestuurders aan te duiden

1.18.3. Macht om tussen te komen in situaties waarbij het algemeen belang of vennootschapsbelang in het gedrang komen bijvoorbeeld ten gevolge van wanbeheer van de vennootschap of in gevallen van onderdrukking van aandeelhouders.

## 2. BESCHERMING TEGEN ANDERE AANDEELHOUDERS

2.1. Quorum (Opmerking: het doel van het vereiste van een minimumpercentage vanwege de aandeelhouder om een geldig quorum te hebben, zou kunnen zijn: het verkomen van beslissingen van de algemene vergadering die geen significante meerderheid vereisen, zoals supermeerderheidsvereisten.)

= score 1 indien er een 50% quorum vereist is voor een buitengewone algemene vergadering (wanneer voor het eerst bijeengeroepen); 0,5 indien er een quorum van 1/3 vereist is; 0,25 bij een vereiste van 1/4; 0 anders.

2.2. Supermeerderheidsvereisten = score 1 indien er supermeerderheidsvereisten (bijvoorbeeld 2/3 of 3/4) voor amendement van de statuten van de vennootschap, bij overnames en vrijwillige vereffeningen voorzien zijn; score 0 indien er geen totaal geen dergelijke vereisten bestaan.

2.3. 1 aandeel = 1 stem (proportionaliteitsprincipe) (Opmerking: preferente aandelen (prioriteitsaandelen) zonder stemrechten zijn niet geëvalueerd omdat ze realiseerbaar zijn in alle landen.)

2.3.1. Suppletief recht = score 1 indien dit principe bestaat onder de vorm van suppletief recht; 0 indien anders.

2.3.2. Verbod van meervoudig stemrecht ('multiple voting rights') = score 1 indien er een verbod is, score 2/3 indien enkel vennootschappen die reeds meervoudig stemrecht hebben het kunnen behouden, score 1/3 indien het akkoord van de overheid vereist is voor meervoudig stemrecht, 0 indien anders geregeld.

2.3.3. Verbod van plafond voor stemrechtbeperkingen = score 1 indien er een verbod is; score 2/3 indien er vennootschappen zijn die ze hebben en mogen behouden; 1/3 indien goedkeuring van de overheid wordt vereist; 0 indien anders geregeld.

2.4. Cumulatief stemmen = score 1 indien de aandeelhouder zijn stemmen kan bundelen voor de verkiezing van een kandidaat voor de raad van bestuur of indien er een mechanisme bestaat van proportionele vertegenwoordiging in de raad van bestuur waardoor de minderheid een proportioneel aantal bestuurders aan de

raad kan voorstellen (suppletief of dwingend recht), 0 indien anders.

(Cumulatief stemrecht: een methode om bestuurders te verkiezen, waarbij elk aandeel zoveel stemmen inhoudt als er te verkiezen bestuurders zijn en de aandeelhouder ze mag verdelen zoals hij wenst.)

**2.5. Verbod om te stemmen met persoonlijk belang:** =score 1 indien een aandeelhouder niet kan stemmen indien zijn stem hem/ haar persoonlijk gunstig is (i.e. alleen “belangeloze” aandeelhouders kunnen stemmen), 0 indien anders.

**2.6. Freeze-out, geen squeeze out?** =score 0 indien een aandeelhouder die 90% of meer van het kapitaal heeft de minderheidsaandeelhouders kan dwingen om hem hun aandelen over te dragen; 0 indien anders.

**2.7. Exitrecht:**

2.7.1. Appraisal-rights = score 1 indien deze rechten bestaan voor overnames, amendering van de statuten en verkoop van grote vennootschapsactiva; 0 indien ze totaal niet aanwezig zijn.

2.7.2. Verplicht bod=score 1 indien er een verplicht bod is voor de volledigheid van de aandelen in geval van verwerving van 30% of 1/3 van de aandelen; 0 indien er totaal geen verplicht bod is.

2.7.3. Verplicht openbaar bod = score 1 indien een openbaar bod verplicht is bij de verwerving van 10% of minder van de aandelen; 0,5 indien de verwerfer een verplicht openbaar bod moet doen om meer dan 10% te verwerven, maar minder dan 30% van de effecten; 0 indien anders geregeld.

**2.8. Bekendmaken van meerderheidsparticipatie** = score 1 indien aandeelhouders die min. 3% van het kapitaal van de vennootschap hebben dit moeten openbaar maken; score 0,75 indien dit 5% van het kapitaal bedraagt; 0,5 bij 10%; 0,25 bij 25%; score 0 indien anders geregeld.

**2.9. Onderdrukte minderheid**

2.9.1. Materieel recht = score 0 indien meerderheidsbeslissingen van de algemene vergadering moeten worden ondergaan door de minderheid; score 1 indien er een vorm van controle mogelijk is (bijvoorbeeld door amendering van de statuten, bekrachtiging van wangedrag door het management, uitsluiting van voorkeurrecht, transacties met verbonden ondernemingen, freeze-outs); score 0,5 indien deze controle enkel mogelijk is bij flagrante schending van de meerderheidsmacht.

2.9.2. Actie van de aandeelhouder = score 1 indien elke aandeelhouder een klacht kan indienen tegen een beslissing van de algemene vergadering omdat hij of zij het als nietig beschouwt; score 0,5 indien er een aantal moeilijkheden zijn zoals drempels van min. 10% van de stemrechten of regels met betrekking tot kosten voor het indienen van dergelijke klacht; 0 indien dit soort aandeelhoudersvordering onbestaande is.

**2.10. Verplichte/dwingende aandeelhoudersbescherming**

(Opmerking: Deze variabelen betreffen de aard van de wetgeving, niet hun inhoud.)

(Opmerking: De variabelen 2.20.1 t.e.m. 2.10.3 coderen niet de inhoud van het recht, (dit is reeds hoger gebeurd in 1.9.1-2, 12, 13.1) maar enkel de aard ervan, i.e. suppletief of dwingend recht.)

2.10.1. Exoneren voor bestuurdersaansprakelijkheid = score 0 indien de bestuurders zich kunnen exonereren voor hun zorgvuldigheidsplicht, 1 indien anders.

2.10.2. Regels m.b.t. duur van het mandaat = score 1 indien deze van dwingend recht zijn, 0 indien anders.

2.10.3. Samenstelling van de raad van bestuur (toezichthoudende raad, niet-uitvoerende bestuurders) = score 1 indien dit van dwingend recht is; 0 indien anders.

2.10.4. Andere onderwerpen = score 1 indien een algemene regel stelt dat het vennootschapsrecht van dwingend recht is; 0 indien het vennootschapsrecht in het algemeen slechts een optioneel model is; 0,5 indien er geen algemene regel geldt.

## ii. Algemene opmerkingen

### ❖ Vertaling van de index

Een eerste probleem dat zich stelde was de vertaling van de index. In vergelijking met de LA PORTA et al. studie kon reeds grote vooruitgang waargenomen worden bij SIEMS en LELE. Er werd reeds geprobeerd de variabelen zo functioneel mogelijk te omschrijven. Toch bleek ook deze omschrijving nog niet optimaal te zijn. Zo gebruiken LELE & SIEMS bepaalde begrippen die niet in elk rechtsstelsel gekend zijn en dus ook niet eenvoudig te duiden zijn.

Zo werd in variabele II.7.1. verwezen naar ‘**appraisal rights**’. In België kennen we deze variabele niet. Letterlijk kan dit wel vertaald worden als ‘beoordelings- of besprekingsrechten’. Daar dit hoogst onduidelijk is, moet teruggevallen worden op de omschrijving van noties door de rechtsleer uit landen waar de notie wel is gekend. Zo heb ik mij gebaseerd op een definitie uit de paper van WOODWARD en SIDAK.<sup>135</sup>

Niettemin is dit niet het ideale uitgangspunt om het normatief landschap van een land te bestuderen. Landen waar deze notie gekend is, zullen eenvoudiger te beoordelen zijn.

Als tweede voorbeeld kunnen de begrippen ‘**director**’, ‘**manager**’, ‘**board member**’ aangegeven worden.

Uit variabele I.11 kan men destilleren dat SIEMS & LELE hieraan een verschillende draagwijdte toekennen, aangezien ze de termen ‘directors’ en ‘managers’ naast elkaar gebruiken. Op een onderscheid tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurder kunnen ze ook niet duiden, aangezien ze ook de noties ‘executive and non-executive director’ in I.10 naast elkaar gebruiken.

Mijn inziens zijn deze verschillende begrippen een uiting van een Duitse bias. Aangezien SIEMS, afkomstig uit Duitsland, vertrouwd is met een two-tiersysteem en dus een raad van toezicht kent met uitsluitend niet-uitvoerende bestuurders en een managementraad kent met uitvoerende bestuurders, ziet hij in de hierboven aangehaalde terminologie geen graten.

Echter, onderzoekers die vertrekken vanuit een one-tier gedachtegang, zoals mijzelf, kunnen hier problemen ondervinden. SIEMS had dan ook beter consequent de noties executive director en non-executive director doorgetrokken of in elk geval de noties een functionele omschrijving gegeven.

Tijdens mijn onderzoek heb ik deze noties allen ingevuld als ‘bestuurder’.

---

<sup>135</sup> J. G. SIDAK en S. E. WOODWARD, “Takeover premiums, appraisal rights and the price elasticity of a firm’s publicly traded stock”, *Georgia Law Review* 2001, 783-818, [www.ssrn.com/abstract=314573](http://www.ssrn.com/abstract=314573). De typische “appraisal”-clausule geeft aandeelhouders de mogelijkheid om, indien ze zich distantieëren van een fusie, reorganisatie of verkoop van in wezen al de activa van de vennootschap, de uitdrukkelijke termen van een transactie goedgekeurd door de meerderheid af te wijzen en vergoeding te vragen van de vennootschap van de ‘fair value’ van hun aandelen zoals bepaald in een rechterlijk proces.

Ook het begrip ‘**disqualification**’ uit variabele I.16 veroorzaakte problemen. De Nederlandse vertaling van deze notie is ‘uitsluiting’. De variabele zelf verwijst hiernaar als een sanctie voor onzorgvuldig gedrag van een bestuurder. De vraag stelt zich of men hierbij duidt op het uitgesloten zijn van een specifieke meeting van de raad van bestuur of eerder op een verbod om nog als bestuurder te zetelen in de raad van die vennootschap of zelfs in eender welke vennootschap te zetelen binnen een bepaalde tijdspanne.

Ik had het geluk dat elk van deze sancties in ons Belgisch rechtssysteem meer dan onzorgvuldig gedrag vereiste. Daardoor moest ik mij ook geen zorgen maken om de invulling van de notie uitsluiting. Niettemin vormt dit in andere stelsels wel een probleem. Deze notie had men moeten duidelijker omschrijven.

Een vierde problematische notie betrof ‘**director’s self dealing of substantial transactions**’.

Op het eerste zicht werd dit als volgt vertaald: substantiële transacties waarin bestuurders zelf handelden. Deze variabele kaderde in de vraag of de algemene vergadering hierover beslissingsmacht had.

Persoonlijk vond ik dit een vreemde variabele. Daar er in I.1.6. reeds verschillende deelaspecten van topics aangehaald waren waarover de algemene vergadering kan beslissen, zou men ook in I.1.7. een laatste deelaspect verwachten. De hoger gestelde vertaling lost deze verwachting niet in.

Na consultatie van de scores van bijvoorbeeld Frankrijk op deze variabele en de redenen waarom (m.n. het huidige artikel Code de Commerce L 225-105), kwam ik tot de constatacie dat SIEMS & LELE eerder doelden op transacties waarbij de bestuurders een persoonlijk (vermogensrechtelijk) belang hebben.

Gelet op de hoger aangehaalde verwarringsmogelijkheden, zou men deze variabele wellicht beter kunnen omschrijven als volgt: ‘directors’ personal interests in substantial transactions’, de aard van het belang –vermogensrechtelijk of niet- nog in het midden latend.

Ten vijfde ondervond ik ook problemen in variabele 1.10 met de term “**individual remuneration**”. De vraag rees of het voldoende is dat het totale bedrag per “individuele” bestuurder wordt vrijgegeven of dat ook alle speciale voordelen daarbinnen “individueel” moeten aangeduid worden?

Bij gebrek aan meer informatie, heb ik gekozen voor de letterlijke interpretatie en dus individuele remuneratie gelezen in de eerste zin.

Ten slotte kan nog gewezen worden op het gebruik van de notie ‘**public authority**’ in variabele I.18. Vrij vertaald als ‘de overheid’ kan men zich de vraag stellen of hieronder de wetgevende, uitvoerende, rechterlijke macht of allen wordt bedoeld. Vanuit rechtsvergelijkend oogpunt is het begrijpelijk dat men voor dit begrip koos. Immers de inhoud van de functies tussen publieke machten kan verschillen van land tot land. Voor België heb ik dit als volgt toegepast.

De wetgevende macht valt makkelijk uit te sluiten op basis van de inherente onverenigbaarheid met een mogelijke interventie in het bedrijfsleven en haar wetgevende taak.

Bij de uitvoerende en rechterlijke macht ligt dit al iets moeilijker. Gelet op het gebruik van de algemene notie en een functionele invulling van de concrete variabele, heb ik de nadruk gelegd op de mogelijke ‘handelingen’ die de overheid kan stellen, eerder dan op ‘welke autoriteit’ deze handelingen kan stellen. Daarom heb ik ook de bevoegdheden van beide instanties in aanmerking genomen.

In 1970 bijvoorbeeld kon aan variabele I.18.3. een 0,5-score worden toegekend<sup>136</sup>, vooreerst omdat het O.M. een (uitzonderlijk toegekend<sup>137</sup>) vorderingsrecht had om een voorlopig bewindvoerder te verzoeken bij ondernemingen waar er misbruik van meerderheid was (en vanaf 1990 ook bij wangedrag van het vennootschapsbestuur)<sup>138</sup> en tevens omdat de rechter een faillissement ambtshalve kon uitspreken<sup>139</sup> hetzij ten gevolge van officieuze tussenkomst van het Parket, hetzij spontaan ten gevolge van ingewonnen inlichtingen tijdens het handelonderzoek (wat in het algemeen belang is).

#### ❖ Vooropgestelde invulling van de scores

Een tweede probleem is de vooropgestelde invulling van de scores. In bepaalde gevallen wordt een 0,5-score toegekend aan situaties die “anders geregeld zijn”.

Het is begrijpelijk dat situaties een 1-score of een 0-score worden toegekend als ze anders geregeld zijn in situaties waar de andere scores omschrijven wat er niet of wel aanwezig moet zijn in het rechtsstelsel. Variabele I.2.1. bijvoorbeeld verwijst naar de macht om de agenda te bepalen: een 1-score moet worden toegekend wanneer een aandeelhouder met 1% of minder van het kapitaal een item op de agenda kan plaatsen en 0,5 indien er een drempel is van meer dan 5% maar minder dan of gelijk aan 10% om dit te doen. Een 0-score wanneer het anders geregeld is, lijkt hier wel op zijn plaats, aangezien men duidelijk aangeeft wanneer er wel “voldoende” bescherming is en men dus een hogere score dan 0 kan toekennen.

Waar dit volgens mij onaanvaardbaar lijkt te zijn, is bijvoorbeeld bij variabele I.14.1. waar een score 0,5 moet worden toegekend indien het bestuur noch prioriteit hoeft te geven aan de belangen van de aandeelhouders (1-score), noch aan dit van de stakeholders (0-score). Dit betekent dat een land een hogere score zou verdienen indien zij hierover geen eenduidig standpunt inneemt of zelfs indien zij zich hierover zelfs niet zou uitspreken.

---

<sup>136</sup> Zie infra Bijlage anno 1970, variabele I.18.3., p. 133 en volgende.

<sup>137</sup> KG Brussel 15 juli 1996, *TBH* 1997, 262.

<sup>138</sup> N. GOOSSENS, “Wanneer kunnen vennootschaps schuldeisers de aanstelling van een voorlopig bewindvoerder verkrijgen” (noot onder KG Luik 16 augustus 1991), *TRV* 2002, 323-326.

<sup>139</sup> Wet van 18 april 1851 op het faillissement, de bankbreuk en de opschorting van betaling, *BS* 24 april 1851, 993; I. VEROUSTRATE, “Niet-betaling en wankelen van krediet”, *BRH* 1975, 455: In de praktijk liep dit op tot 70% van de gevallen.

Een oplossing zou men kunnen vinden in het achterwege laten van de 0,5-score en de 0-score uit te breiden met de restcategorie “indien anders geregeld”.

Hoe dit voor België in concreto werd ingevuld zal verder worden besproken.<sup>140</sup>

❖ Onjuiste compensatie van de afwezigheid van gewogen variabelen

Een derde heikel punt leek me **I.1 “de macht van de algemene vergadering”**. Een 1-score moet worden toegekend indien “de algemene vergadering” kan beslissen over onder meer dividendtoekenningen, kapitaalmaatregelen, fusies en overnames, amendering van de statuten, de aanstelling van de raad van bestuur.

Men verwijst hierbij in geen enkele van de zeven subvariabelen naar een welbepaald quorum of een zekere meerderheid. Dit komt pas aan bod bij deel **II** in slechts twee variabelen als zijnde bescherming tegen de andere aandeelhouders.

Niettemin is zijn deze aspecten wel van belang, want als er onvoldoende oproepingsplichten zijn en men met eender welke quorum en eender welke meerderheid van dat quorum een beslissing kan nemen, dan zal de “bescherming van (voornamelijk de minderheids-) aandeelhouder ter waarde van maximum zeven punten” volledig inhoudloos worden.

Als men de twee delen afzonderlijk bestudeert, geeft dit geen problemen. Immers, als de algemene vergadering de macht heeft om over zeven items te beslissen, dan is dit inderdaad een goeie bescherming tegen het bestuur.

Als men de twee delen echter samen bekijkt, als zijnde ‘de totale bescherming van de aandeelhouder’, dan is het eigenlijk onjuist dat het feit dat er geen of een beperkt quorum is en dat er geen specifieke meerderheden zijn, minder gesanctioneerd wordt dan de mogelijkheid te hebben om te kunnen beslissen over bepaalde topics. Immers, indien bijvoorbeeld één aandeelhouder zou kunnen beslissen over één topic zou dit toch nog een hoge (totale) beschermingsgraad opleveren op papier, maar de facto zouden de meeste aandeelhouders niet goed beschermd worden.

Uiteraard begrijp ik wel dat men de zaken wat abstracter moet zien en veralgemenen, maar hier maakt men volgens mij toch een fout. Aangezien ze niet overgaan tot het wegvagen van de variabelen, hadden ze dit moeten compenseren met de creatie van samengestelde variabelen<sup>141</sup> en dit consequent door te trekken.

Dus indien SIEMS & LELE de elementen “beslissing” en “quorum en meerderheid” wilden uit elkaar halen, dan hadden ze dit moeten onderverdelen in evenveel variabelen. Zo had men

---

<sup>140</sup> Zie infra Titel III, 1., B. ii., p. 58 en volgende.

<sup>141</sup> J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS, A. SINGH, “Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origins hypothesis”, *ECGI Working Paper* 2008, 10-11, [www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Law](http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Law).



bijvoorbeeld het algemene quorum kunnen vastleggen en polsen naar de meerderheden in zeven variabelen in plaats van twee. Op die manier zou de afwezigheid van gewogen variabelen op een evenredige wijze gecompenseerd kunnen worden.

Het zelfde probleem zien we bij **variabele II.10.4**. Met de simpele notie “andere topics” willen ze het dwingend karakter van alle andere variabelen toetsen met uitzondering van de onderwerpen in II.10.1, II.10.2 en II.10.3. Het dwingend karakter is volgens mij dermate belangrijk dat ze in principe zou moeten worden meegenomen in elke variabele.

Wellicht was een beperkte weging van het dwingend karakter hier dan ook op zijn plaats geweest.

#### ❖ Afwezigheid van bepaalde topics

Ten vierde is het ook te betreuren dat bepaalde topics niet aan bod zijn gekomen. Ten exemplatieve titel kan verwezen worden naar de **aandeelhoudersovereenkomsten**.

Aandeelhoudersovereenkomsten kunnen in bepaalde gevallen de minderheidsaandeelhouder benadelen, alsook ten goede komen in andere gevallen.

Een positieve overeenkomst zou bijvoorbeeld het ‘tag along recht’ kunnen zijn, waarbij de minderheidsaandeelhouder het recht wordt gegeven om indien de meerderheidsaandeelhouder zijn aandelen verkoopt zich vast te klampen aan deze deal en zijn aandelen aan dezelfde voorwaarden te kunnen verkopen als deze van toepassing op de meerderheidsaandeelhouder.

Ook een ‘shotgun’ kan voordelen opleveren daar zij een exitrecht geven aan de onderschrijvers van de aandeelhoudersovereenkomst en een correcte prijs en voorwaarden voor de aandelen kan garanderen.

Met ‘stemafspraken’ daarentegen is dit al minder rechtlijnig. Deze kunnen de minderheidsaandeelhoudersbescherming grondig ondermijnen daar ze bescherming die verleend worden door het quorum en de bijzondere meerderheidsvereisten kunnen opheffen. Anderzijds kunnen minderheidsaandeelhouders hiermee ook hun krachten bundelen tegen andere grootaandeelhouders. Daarnaast kan een zwakke aandeelhouder ook samen met een grootaandeelhouder voor positieve resultaten zorgen: de kleine aandeelhouder kan de monitoring van de managers efficiënter maken; de grootaandeelhouder kan er een hoger niveau van private belangen van de controle uit halen.<sup>142</sup>

De verschillende wetgeving omtrent stemovereenkomsten geeft duidelijk de schommelingen in het debat over haar rechtsgeldigheid en positief effect weer.

---

<sup>142</sup> A. S. BAGLIONI, “Shareholders' Agreements and Voting Power: Evidence from Italian Listed Firms”, 2008, 1, [www.ssrn.com/abstract=1092864](http://www.ssrn.com/abstract=1092864).

In België bijvoorbeeld werden aandeelhoudersovereenkomsten die stemafspraken inhouden tot vóór de wet van 18 juli 1991 door de meerderheid van de rechtsleer en rechtspraak als ongeldig beschouwd. Het Hof van Cassatie<sup>143</sup> brak met deze strikte visie door in 1989 te verklaren dat deze afspraken geldig zijn indien ze niet in overeenstemming zijn met het vennootschapsbelang en vrij zijn van elke vorm van bedrog. In artikel 74 ter Venn. W werd hieraan een wettelijke grondslag gegeven<sup>144</sup>. Het huidige artikel 551 W. Venn. bestempelt ze als geldig indien ze beperkt zijn in de tijd en steeds verantwoord zijn op grond van het vennootschapsbelang. Daarnaast worden ook een aantal elementen voor nietig gehouden zoals bijvoorbeeld de overeenkomst waarbij een aandeelhouder zich ertoe verbindt te stemmen overeenkomstig de richtlijnen van de vennootschap, van een dochtervennootschap of nog van een van de organen van die vennootschappen. Vanaf de code Lippens en ook via de richtlijn 2006/43/EG<sup>145</sup> werd de publicatie van bepaalde aspecten van aandeelhoudersovereenkomsten voorop gesteld.

Aandeelhoudersovereenkomsten zijn in elk rechtsstelsel gekend en worden er gereguleerd of veroordeeld. Ik vind het dan ook vreemd dat in deze index hiernaar niet werd verwezen. Elke vorm van regulering hieromtrent bijvoorbeeld met betrekking tot materiële voorwaarden van de inhoud of transparantie kan het niveau van aandeelhoudersbescherming behoorlijk beïnvloeden.

Het is wel begrijpelijk waarom de auteurs van de index zich niet hebben gewaagd aan de creatie van een variabele.

Deze moeilijkheid vloeit voort uit het feit dat de Corporate Governance-auteurs van verschillende landen het niet eens zijn over het effect van deze overeenkomsten op aandeelhoudersbescherming.

Waar de Fransman MARIANI zich duidelijk uitsprak voor deze overeenkomsten, leek de (Belgische) CBF toch eerder te hopen dat ze door marktdruk zouden verdwijnen.<sup>146</sup> Ook verschillende empirische studies leiden tot verschillende resultaten: bepaalde onderzoekers komen tot de constatactie dat aandeelhoudersovereenkomsten een optimaliserend antwoord kunnen bieden op coördinatieproblemen binnen de vennootschap.<sup>147</sup> Andere auteurs contrasteren deze bevindingen.<sup>148</sup>

---

<sup>143</sup> Cass. 13 april 1989, *RW*1989-90, 253-256.

<sup>144</sup> Wet van 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, 16516.

<sup>145</sup> Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 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.

<sup>146</sup> De Franse Pierre MARIANI rekende erop dat stemakkoorden een middel kunnen zijn tot aandeelhoudersactivisme. P. MARIANI, "Rapport au Premier ministre: La modernisation du droit des sociétés", *Collection des rapports officiels*, 1996, 51; De Belgische CBF wees deze overeenkomsten niet af, maar men hoopte dat ze door marktdruk zouden verdwijnen: P. COUCKE, "De controle op de grootaandeelhouder naar Belgisch en Frans recht," *Jura Falc.* 1998-99, 207-234.

<sup>147</sup> M. BENNESEN en D. WOLFENZON, "The balance of power in closely held corporations",

Een andere reden waarom hier geen verwijzing werd gemaakt naar aandeelhoudersovereenkomsten kan liggen in het feit dat het innemen van een houding voor of tegen een bias-verwijt met zich mee zou kunnen brengen.

Niettemin is de impact van aandeelhoudersovereenkomsten op Corporate Governance onmiskenbaar en moet ze naar mijn mening ook in de index worden opgenomen.

De CBF en de Franse MARIANI moedigen in elk geval de transparantie hieromtrent aan.<sup>149</sup> Wachtend op meer onderzoek over de positieve of negatieve impact van stemovereenkomsten op aandeelhoudersbescherming, is dit misschien een goed begin om een variabele rond op te bouwen.

Er moet wel worden opgemerkt dat het bestaan van dergelijke overeenkomsten reeds moet gemeld worden indien het totaal betrokken kapitaal bij de overeenkomst de 5%-drempel te boven gaat op grond van de transparantieplicht ingevoerd via de transparantierichtlijn in Europa.<sup>150</sup>

Via de hier voorgestelde plicht zou de minderheidsaandeelhouder dan gewaarschuwd zijn van de inhoud (en dus van haar in concreto positief of negatief effect.)

Zo zou men een 1-score kunnen toekennen indien aandeelhoudersovereenkomsten en hun inhoud bekend moet worden gemaakt aan de aandeelhouders; 0 indien dit niet zo is.<sup>151</sup>

Een ander thema dat naar mijn mening ontbreekt in deze index is de **bescherming van de auditor** (naast het auditcomité), voor Belgische beursgenoteerden de commissaris-revisor of revisor.

---

*Journal of Financial Economics* 2000, 58, 113-139; BENNEDSEN en WOLFENZON constateren dat een controlerende coalitie van aandeelhouder een groter cashflowdeel heeft dan een individuele aandeelhouder; Volpin bevindt dat overeenkomsten in (Italiaanse) genoteerde vennootschappen tot een betere governance leiden; L. LAEVEN en R. LEVINE, "Complex ownership structures and corporate valuations", *Review of Financial Studies* 2008, 579-604: zij bevonden dat een meer gelijke verdeling van de cashflowrechten / stemrechten tussen verschillende grote aandeelhouders in genoteerde entiteiten in 13 Europese landen een positief effect uitoefent op de waarde van de vennootschap; F. BELOT, "Shareholder and firm value: Evidence from French listed companies", 2008, 33, [www.ssrn.com/abstract=1282144](http://www.ssrn.com/abstract=1282144); Zijn algemene conclusie is dat aandeelhoudersovereenkomsten het conflict, dat kan oprijzen uit een grote verspreiding van machten over grote aandeelhouders, lijken te reduceren en dat een plausibele verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat aandeelhoudersovereenkomsten een extractie van private belangen door de grootste aandeelhouder kunnen voorkomen.

<sup>148</sup> G. GIANFRATE, "What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts", *Corporate Governance* 2008, 122-132: hij vond dat de aankondigingen bij genoteerde Italiaanse entiteiten slecht nieuws is voor de effectenmarkt en dat deze akkoorden typisch gebruikt worden om een hefboomeffect te verkrijgen waarbij de eerste aandeelhouder het meest voordeel heeft.

<sup>149</sup> CBF, "Aanbevelingen van de CBF aan de Belgische beursgenoteerde vennootschappen i.v.m. hun informatie over de wijze waarop zij hun bestuur en hun beleid organiseren", januari 1998, 6; P. MARIANI, "Rapport au Premier ministre: La modernisation du droit des sociétés", *Collection des rapports officiels* 1996, 65.

<sup>150</sup> Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, *Pb. L.* 31 december 2004, afl. 390, 38-57.

Via een dergelijke variabele zou men dus degene die pogen tussen de mazen van het net te glippen, proberen te vatten. De meerwaarde zou voornamelijk zitten in het publiek maken van haar inhoud.

<sup>151</sup> Het is wel onwaarschijnlijk dat zo'n regeling ooit zou kunnen verankerd worden in de wet. Lobbygroepen zouden zich hiertegen sterk verzetten.

De VS begon als eerste met het voorop stellen van verschillende vereisten met het oog op een adequate interne controle van financiële data.<sup>152</sup> Dit beperkte de discretionaire bevoegdheid van het bestuur door hen te verplichten om de instructies van de auditor in acht te nemen, tenzij ze de investeerders daarvan wilden informeren.

Europa volgde nadat de Europese Commissie in een richtlijn opriep tot versterking van de onafhankelijkheid van de auditeur en meer specifiek door het beperken van de mogelijkheid van het bestuur om te participeren in de uitvoering van de audit en door de onslagmogelijkheden te limiteren.<sup>153</sup> België had hier reeds een uitgebreide regeling over aangenomen in de Corporate Governancewet.<sup>154</sup>

Er zijn wel kritieken op deze regels. Ze zouden bijvoorbeeld te stringent, te gedetailleerd en te kostelijk zijn<sup>155</sup>, maar maatregelen ter bescherming van haar onafhankelijkheid worden tot op heden nog niet volledig veroordeeld.

Een passende variabele had bijvoorbeeld kunnen zijn: “Score 1 indien normen de onafhankelijkheid van de auditor beschermen, 0 indien anders.”

#### ❖ *Opsplitsing van de index in twee delen*

Tot slot heb ik nog een laatste algemene opmerking bij de tweedeling van de variabelen in een groep die de bescherming tegen het bestuur vertegenwoordigt en een andere die de bescherming tegen de grootaandeelhouder(s) vertegenwoordigt.

Mijns inziens kan men pas echt spreken van bescherming tegen bestuur *sensu stricto* wanneer het een rechtssysteem betreft met een verspreid aandeelhouderschap. In een rechtstelsel met geconcentreerd aandeelhouderschap daarentegen zullen ook bepaalde variabelen tegelijk als bescherming tegen de grootaandeelhouder en tegen de bestuurders kunnen gelden.

Immers, in vennootschappen met een grootaandeelhouder is veel kans op machtsmisbruik vanwege de meerderheid (i.e. de grootaandeelhouder) via manipulatie van het bestuur.<sup>156</sup>

Grootaandeelhouders hebben immers een belangrijke zeg in de verkiezing en afzetting van het bestuur en hebben de macht om hen voordelen te verschaffen. Op die manier zijn onder meer de nood aan remuneratiecomités, onafhankelijke bestuurders, het bepalen van de agenda, het

---

<sup>152</sup> Section 404 Sarbanes Oxley Act, <http://www.soxlaw.com/>.

<sup>153</sup> Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad van 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.

<sup>154</sup> Wet van 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, 36555.

<sup>155</sup> G. HERTIG, “Ongoing board reforms: one-size-fits-all and regulatory capture”, *Law Working Paper 2005*, 14-15, [www.ssrn.com/abstract=676417](http://www.ssrn.com/abstract=676417).

<sup>156</sup> P. COUCKE, “De controle op de grootaandeelhouder naar Belgisch en Frans recht”, *Jura Falc.* 1998-1999, 207-234.

recht om te vragen dat een algemene vergadering wordt bijeengeroepen, limieten op de vergoeding van bestuurder, publiciteit van remuneratie in feite ook grotendeels beschermingsmechanismen voornamelijk ten dienste van de minderheidsaandeelhouder. Ten exemplatieve titel kan verwezen worden naar de publiciteit van individuele remuneratie. Door de afwezigheid van publiciteit kan men de aandacht van de minderheidsaandeelhouder van excessieve remuneratie weghouden, waar de bekendmaking ervan eigenlijk als knipperlicht zou kunnen werken.<sup>157</sup>

Andere variabelen binnen deel I van de index wijzen daarentegen uitsluitend op bescherming tegen de bestuurders, bijvoorbeeld alle variabelen binnen I.1. met betrekking tot de elementen waarover de algemene vergadering kan beslissen.

Het belang van deze tweedeling is niet min, aangezien ik verder in dit onderzoek de resultaten van de twee onderdelen afzonderlijk zal bestuderen.

Een herwerking van de index is niettemin geen oplossing, aangezien SIEMS & LELE zowel landen met een geconcentreerd als verspreid aandeelhouderschap hebben onderzocht. Ik zal dan ook deze opmerking waar nodig meenemen in mijn beoordeling van de door mezelf verworven resultaten.

### iii. Opmerkingen bij specifieke variabelen

#### ❖ Variabele I.2.1. macht om de agenda te bepalen: algemene onderwerpen

Deze variabele betreft de macht van een aandeelhouder om items op de agenda te plaatsen indien hij een welbepaald percentage van het kapitaal bezit. Een 1-score moet worden toebedeeld indien een kapitaalbezit van 1% of minder hiervoor voldoende is.

Hier wens ik een opmerking te maken verwijzend naar het onderscheid tussen landen met verspreid en geconcentreerd aandeelhouderschap. België heeft een traditioneel meer toepassingsgevallen van een geconcentreerd aandeelhouderschap, dit in tegenstelling tot de Angelsaksische landen waar veelal een verspreid aandeelhouderschap teruggevonden wordt.<sup>158,159</sup> De meeste aandeelhouders uit een land met een geconcentreerd aandeelhouderschap zullen

---

<sup>157</sup> P. VAN OMMESLAGHE, "Rapport général" in H. BIRON, C. DAUW (eds.), *Rechten en plichten van moeder- en dochtervennootschappen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 97; E. WYMEERSCH, *De belangenconflictregering in de Vennootschap*, Antwerpen, Maklu, 1996, 125. Deze auteurs zien ook publiciteit als een element dat ontradend kan werken voor misbruik van aandeelhouders.

<sup>158</sup> Er moet wel opgemerkt worden dat ook in landen met een geconcentreerd aandeelhouderschap een verspreid aandeelhouderschap voorkomt en vice versa.

<sup>159</sup> Uit de studie van VAN DER ELST blijkt bijvoorbeeld dat meer dan 50% van de aandeelhouders een kapitaalbezit hebben van meer dan 50% en minder dan 5% van de aandeelhouders een aandeel hebben in het kapitaal van minder dan 10%. Als we dit vergelijken met de resultaten voor het VK dan zien we dat minder dan 5% van de aandeelhouders een kapitaalbezit hebben van meer dan 50% en 30% van de aandeelhouders een kapitaalbezit van minder dan 10%. C. VAN DER ELST, "Law and Economics of Shareholder Rights and Ownership structures: How Trivial are Shareholder Rights for Shareholders?", *TILEC Discussion Paper 2010*, 25, [www.ssrn.com/abstract=1553094](http://www.ssrn.com/abstract=1553094).

dus een voldoende groot aandeel in het kapitaal hebben om dus de 1%-kapitaaldrempel te overwinnen en een punt op de agenda te plaatsen. De aandeelhouder in een land met een verspreid aandeelhouderschap zal daarentegen een veel kleiner aandeel hebben in het kapitaal en dus deze drempel moeilijker kunnen overwinnen.

In landen met een geconcentreerd aandeelhouderschap zou een 5%-drempel dus in feite al voldoende kunnen zijn om de meeste aandeelhouders te viseren; in landen met een verspreid aandeelhouderschap is dit niet het geval.

Het is inderdaad zo dat een lagere drempel beter is voor de laatste groep landen en niet onmiddellijk slechter zou zijn voor de eerste groep en bijgevolg ook op het eerste zicht niet voor problemen zorgt.

Niettemin zou men echter in de huidige variabele aan de eerste groep een (lagere) 0,5-score toekennen, daar waar de laatste groep een 1-score zou krijgen, hoewel zij aan haar specifieke soort aandeelhouders (groter of kleiner) een mogelijks even grote bescherming biedt in verhouding tot de structuur van de aandeelhoudersmacht.

Een oplossing hiervoor lijkt me niet direct voor handen. Men zou al moeten verschillende variabelen vooropstellen voor de twee categorieën landen, wat het geheel behoorlijk onwerkbaar zou maken. Via het wegen van variabelen zou men het probleem ook niet kunnen oplossen. Het is immers zo dat de variabele in de ene of de andere groep landen niet meer of minder belangrijk is.

Er zit niets anders op dan deze bedenking als gebrek te erkennen en mee te nemen in de uiteindelijke beoordeling van de resultaten.

❖ *Variabele I.4.2. Vergemakkelijken van de anticipatie op aandeelhoudersbeslissingen*

Deze variabele bestaat erin dat een “score 1 moet worden toegekend indien de vennootschap voor het stemmen per brief of voor het verzoek tot verlening van een volmacht verplicht is een formulier te voorzien om op twee wijzen te stemmen. Indien het formulier moet voorzien worden maar niet het verzoek tot verlening van een volmacht (“proxy sollicitation”<sup>160</sup>) dan moet voor een score 0,5 geopteerd worden. De score 0 wordt toegekend indien het anders geregeld is.”

De variabele is volgens mij een van de minst goed geredigeerde uit de gehele index.

---

<sup>160</sup>J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS, A. SINGH, “Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origins hypothesis”, *ECGI Working Paper* 2008, 22, [www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Law](http://www.ecgi.org/wp/wp.php?series=Law). Met proxy sollicitation bedoelden SIEMS en LELE volgens deze auteurs “naar een circulaire die de achtergrond uitlegt van particuliere beslissingen in relatie waarmee volmachtaanduidingen worden gezocht.”

Eerst en vooral getuigt de formulering absoluut niet van een functionele vergelijkingsmethode. Zij is te gedetailleerd omschreven en geeft een te specifieke situatie aan in de plaats van de algemene doelstelling hiervan.

De relevantie van deze variabele kan ook in twijfel getrokken worden, daar ze eigenlijk ook een deeloplossing is van variabele I.4.1 waarin gepolst wordt naar de restricties bij stemmen bij volmacht. Immers indien er geen formulieren ter beschikking gesteld worden, zal dit uiteraard ook het gebruik van het mechanisme niet ten goede komen.

Of het ter beschikking stellen van een formulier nu effectief een specifieke variabele verdient, betwijfel ik. Het komt volgens mij meer neer op het ter beschikking stellen van informatie hieromtrent zodat de aandeelhouder goed het bestaan en de draagwijdte hiervan beseft. Als geïnformeerde en geïnteresseerde aandeelhouder zal hij dan ook wel de “drempel” overwinnen om een handgeschreven of zelf getypt document te versturen.

Daarbij komt nog dat de gegevens die aanwezig moeten zijn op dergelijk formulier veelal beknopt zijn.

Ook kan nog gewezen worden op het feit dat vennootschappen die dit systeem toelaten wellicht bepaalde formulieren uit eigen beweging zullen verstrekken, met het oog op het verkrijgen van voldoende informatie, onduidelijke formuleringen te vermijden en eventuele exonerationclausules in te lassen mochten bepaalde zaken fout verlopen.

Ik zou dan ook de variabele kwantificeren op basis van het vervullen van een informatieplicht, eerder dan op basis van het verstrekken van een welbepaald standaardformulier.

❖ Variabele I.5.2. informatie voorafgaand aan de algemene vergadering bij fusies

Er wordt een onderscheid gemaakt tussen push-systemen en pull-systemen voor wat betreft een “speciaal rapport” over de geplande fusie. Aan het eerste wordt een 1-score toegekend, aan de tweede een 0,5-score. In andere hypotheses zou een 0-score moeten worden toegekend.

De vraag stelt zich wat men zou moeten doen met informatie die ter inzage ligt op de zetel van elke in de fusie betrokken vennootschap. De informatie wordt niet rechtstreeks naar de aandeelhouder toegestuurd, maar hij kan ze wel inkijken. Deze situatie hadden we ten tijde van de Bankcommissie in België.<sup>161</sup> Er moest een ‘bijzonder rapport’ worden opgesteld, maar het verplicht versturen naar de aandeelhouder zat er niet in.

Mezelf baserend op de achterliggende idee van de variabelen, nl. een pushsysteem waar de informatie vanzelf tot bij de aandeelhouder komt en een pullsysteem waar de aandeelhouder inspanningen moet doen om deze informatie te verkrijgen, heb ik deze praktijk van de Bankcommissie bij de laatste gecatalogeerd en een 0,5-score toegekend.

---

<sup>161</sup> BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1966*, Brussel, Demarichet, 1966, 34.

SIEMS & LELE hadden dus hier beter de variabele omschreven door de essentie van een pull- en pushstelsel uit te leggen, eerder dan een voorbeeld te omschrijven dat aanleiding kan geven tot discussie en tot catalogering bij de optie ‘indien anders geregeld’.

❖ Variabele I.7.2. individuele informatierechten los van de algemene vergadering

Variabele I.7.2. polst naar het recht om informatie te vragen buiten de algemene vergadering. “Een 1-score wordt toegekend indien een individuele aandeelhouder met 5% of minder van het kapitaal informatie dit recht heeft. Dit wordt een 0,5-score indien aandeelhouders met 10% of minder van het kapitaal dit kunnen. Indien dit anders is geregeld, wordt een 0 toegekend.”

Deze variabele vind ik persoonlijk overbodig.

Eerst en vooral wordt dezelfde driedeling gemaakt zoals bij het vraagrecht ten tijde van de algemene vergadering uit variabele I.7.1.: “een 1-score moet worden toegekend wanneer de aandeelhouder met 5% of minder kapitaalbezit dit recht heeft; 0,5 wanneer aandeelhouders met 10% of minder dit recht hebben en 0 indien anders.” Dit betekent dat de enige ‘meerwaarde’ van variabele I.7.2. ligt in het feit dat men de vraag kan stellen los van de algemene vergadering.

Het positieve effect van het vraagrecht<sup>162</sup> op de aandeelhoudersbescherming zit vooreerst in het feit dat de aandeelhouders na het vraagrecht op een meer geïnformeerde wijze hun stemrecht kunnen uitoefenen ter algemene vergadering. In tweede instantie kan er verwezen worden naar het effect dat voortvloeit uit het feit dat een bestuurder niet wil antwoorden op een vraag. Indien een dergelijke weigering zich voordoet zal dit fenomeen fungeren als een *trigger* voor de aandeelhouder om verder acties te ondernemen, andere dan het louter onthouden van zijn stem. Ten derde kan ook de “openbaarmaking” van de kwestie, een gunstig effect hebben op het bestuur doordat ze onder druk gezet worden om de onderneming goed te besturen.

Naar mijn mening is de algemene vergadering dus de meeste geëigende plaats om het vraagrecht uit te oefenen. Daar zijn immers alle aandeelhouders aanwezig. Dit brengt de vereiste “openbaarmaking” met zich mee en bewerkstelligt ook de gelijkheid tussen aandeelhouders doordat ze met gelijke informatie handelingen kunnen stellen.

Indien men dit buiten de algemene vergadering toelaat, dan verliest men het drukaspect en moet gezorgd worden voor afzonderlijke communicatie naar de andere aandeelhouders toe.

Hoewel meer rechten leiden tot een hogere bescherming moet men in de beperkte index toch kiezen voor de juiste en belangrijkste toetsstenen. Naar mijn mening maakt het vraagrecht buiten de algemene vergadering daar geen deel van uit.

---

<sup>162</sup>K. BYTTEBIER, R. FELTKAMP, E. JANSSENS (eds.), *Capita selecta economisch recht*, Antwerpen, Maklu, 2007, 323.



Mijn voorstel om de vervangende variabele aan te passen bestaat erin om de draagwijdte van het vraagrecht meer in het algemeen te gaan toetsen met name door te gaan kijken of het recht dwingend van aard is, met betrekking tot welke onderwerpen het recht kan worden uitgeoefend en welke sancties verbonden zijn aan de overtreding ervan.

In België zijn bijvoorbeeld enkel vragen ter algemene vergadering mogelijk met betrekking tot de agendapunten en de verslagen, is het recht van dwingende aard en kan de overtreding gesanctioneerd worden met de nietigverklaring van het desbetreffende besluit van de algemene vergadering.<sup>163</sup> Het geheel hiervan geeft aan dat het “vraagrecht” geen papieren tijger is, maar ook effectief een praktische waarde heeft. Immers, deze elementen zijn veeleer bepalend dan het tijdstip waarop men het vraagrecht kan uitoefenen.

De vraag stelt zich nu hoe men de variabele zou kunnen aanpassen. Enerzijds kan men verschillende variabelen creëren voor elk van de elementen zoals de aard van het recht, de topics en de sancties bij miskenning. Een andere optie zou kunnen zijn om één variabele te creëren die wat vager is omschreven. In dit laatste geval zou dit bijvoorbeeld als volgt kunnen omschreven worden: “score 0 indien het vraagrecht zodanig beperkt is dat ze quasi niet voorkomt; 0,5 als er slechts bepaalde hindernissen zijn zoals bijvoorbeeld de afwezigheid van sancties, een beperkt aantal thema’s, een antwoord makkelijk kunnen weigeren, het suppletief karakter en 1 indien het vraagrecht voorzien is van een goed afdwingingsmechanisme en de belangrijkste thema’s bestrijkt.”

#### ❖ Variabele I.9.3 samenstelling van bestuur: comités

Het is vreemd dat geen enkele variabele verwijst naar de instelling van het “benoemingscomité”. Ook variabele I.9.3, die specifiek gericht is op de samenstelling van het bestuur binnen de comités verwijst enkel naar audit- en remuneratiecomité.

De taak van het benoemingscomité bestaat erin om de noden van de vennootschap te onderzoeken, een profiel voor bestuurskandidaten op te stellen en een aanbeveling te doen voor kandidaten in het toezichthoudende orgaan om voorgelegd te worden aan de algemene vergadering.

Het laatste decennium is men hieraan meer en meer aandacht gaan besteden. Men doelt ermee op het bewerkstelligen van een meer formeel en transparant proces voor de benoeming van nieuwe bestuurders. In het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld wordt dit mechanisme gebruikt met het oog op de reductie van de invloed van een CEO bij de selectie van het orgaan dat belast is met het monitoren van haar prestaties. De Europese Commissie heeft de rol van de comités, waarbij ook verwezen werd naar het benoemingscomité, benadrukt in de aanbeveling van niet-

---

<sup>163</sup>Zie artikelen 540 W. Venn. en 178-180 W. Venn.

uitvoerende bestuurders, op grond waarvan o.a. een benoemingscomité moet gecreëerd worden bestaande uit ten minste een meerderheid van onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders.<sup>164</sup>

Haar positief effect op Corporate Governance werd al onderkend in de de mondiale Corporate Governanceliteratuur. Haar aanwezigheid wordt geopperd in heel wat Corporate Governance codes waaronder de Britse, Zweedse, Spaanse, Franse en Nederlandse. Ook in internationale, pan-Europese codes<sup>165</sup> en de laatste Noord-Amerikaanse codes<sup>166</sup> verwijst men naar benoemingscomités.

Het was dan ook misschien beter geweest om dit fenomeen in een variabele op te nemen. Haar aanwezigheid maakt immers het benoemingsproces objectiever en draagt bij tot de optimale selectie van de bestuurders en het management.

❖ *Variabele I.9.2. samenstelling bestuur: onafhankelijke bestuursleden*

Het valt te betreuren dat men in I.9.2. louter het aantal onafhankelijke bestuurders beschouwd als een element dat de aandeelhoudersbescherming verhoogd, zonder op enige wijze een aantal minimumvereisten te stellen aan de notie onafhankelijkheid.

Immers, zonder een correcte invulling van het begrip onafhankelijkheid, draagt het aantal onafhankelijken niet bepaald bij tot een betere aandeelhoudersbescherming.

De auteurs erkennen dit gebrek expliciet in voetnoot.

Het is wel begrijpelijk waarom zij zich hier uiteindelijk niet aan hebben gewaagd. De notie onafhankelijke bestuurder is quasi overal gekend, maar de invulling ervan is het voorwerp van heel veel discussie.

Delaware bijvoorbeeld verkiest een case by case-benadering. De NYSE en de UK Combined Code daarentegen opteren voor een eerder algemene definitie.<sup>167</sup> Uit schrik voor de aantasting van de effectiviteit ging men deze definities later nog gaan ondersteunen met verschillende voorbeelden van waaruit onafhankelijkheid niet bestond, bijvoorbeeld de vertegenwoordiging van een significante aandeelhouder. De rechtbanken van Delaware gingen tegelijkertijd steeds meer eisen opleggen aan bestuurders opdat ze zouden voldoen aan de vereiste

---

<sup>164</sup> Aanbeveling van 2005/162/EG van de Europese Commissie van 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, 55-56.

<sup>165</sup> EUROPESE COMMISSIE, EASD en ECGN, "Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member States", 2002, 52, [www.ecgi.org/codes/](http://www.ecgi.org/codes/).

<sup>166</sup> NYSE, "Final Corporate Governance rules", 2003, 7-8, [www.ecgi.org/codes/](http://www.ecgi.org/codes/); NACD, "Key agreed principles to strengthen corporate governance for U.S. publicly traded companies", 11, [www.ecgi.org/codes/](http://www.ecgi.org/codes/).

<sup>167</sup> §303A(2) NYSE Listed Company Manual, <http://nysemanual.nyse.com/lcm/>; §A.3.1 UK Combined Code, [www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf).

onafhankelijkheid. Daarnaast ging men ook het opzetten van procedures vereisen met het oog op een periodieke toets op het voldoen aan de criteria.<sup>168</sup>

De gehanteerde definities verschillen onderling ook nog eens van elkaar. Volgens CLARKE kan men de invullingen onderverdelen in ‘desinterested, outside, unrelated or non-executive directors’.<sup>169</sup>

Meer en meer zijn hierop negatieve reacties in de rechtsleer te vinden. De definities worden volgens velen als te strak en te gedetailleerd voorgehouden en moeten volgens hen soepeler worden ingevuld<sup>170</sup>. Anderen stellen dat de bestaande definities de essentie missen<sup>171</sup> of dat ze verkeerd zijn en bijvoorbeeld zelfs significante aandeelhouders kunnen omvatten.<sup>172</sup>

Daarnaast wordt de laatste jaren door velen ook het positieve effect van ‘onafhankelijkheid’ op zich in vraag gesteld.

De oorspronkelijke visie was dat bestuurdersafhankelijkheid in een vennootschap met een verspreid aandeelhouderschap ervoor zou kunnen zorgen dat het management beter gemonitord wordt, omdat de aandeelhouders hiervoor niet in de geschikte positie zouden zitten.<sup>173</sup> Bij een geconcentreerd aandeelhouderschap, kunnen de meerderheidsaandeelhouders een invloed hebben op het bestuur, wat het belang van de minderheidsaandeelhouder in gevaar zou kunnen brengen.<sup>174</sup>

Nu wijzen meer en meer studies erop dat de aanwezigheid van een meerderheidsgroep van onafhankelijke bestuurders niet noodzakelijk de vennootschapswaarde verhoogt.<sup>175</sup>

---

<sup>168</sup> G. HERTIG, “Ongoing board reforms: one-size-fits-all and regulatory capture”, *Law Working Paper* 2005, 6-7, [www.ssrn.com/abstract=676417](http://www.ssrn.com/abstract=676417).

<sup>169</sup> D.C. CLARKE, “Setting the Record Straight: Three Concepts of the Independent Director”, *GWU Legal Studies Research Paper* 2006, [www.ssrn.com/abstract=892037](http://www.ssrn.com/abstract=892037).

<sup>170</sup> G. HERTIG, “Ongoing board reforms: one-size-fits-all and regulatory capture”, *Law Working Paper* 2005, 15-16, [www.ssrn.com/abstract=676417](http://www.ssrn.com/abstract=676417).

<sup>171</sup> RODRIGUES stelt het als volgt “The question is not merely whether the director lacks financial ties to the corporation and familial ties to corporate executives, but also whether the director lacks financial ties to the executives being compensated. Current independence rules overlook this obvious hole.” U. RODRIGUES, “The Fetishization of Independence”, *Journal of Corporation Law* 2008, 447-496, [www.ssrn.com/abstract=968513](http://www.ssrn.com/abstract=968513).

<sup>172</sup> Y. ALLAIRE, “The independence of board members: a quest for legitimacy”, *Policy paper IGPP* 2008, 17-18, [www.ssrn.com/abstract=1299131](http://www.ssrn.com/abstract=1299131).

<sup>173</sup> R. KRAAKMAN, P. DAVIES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K.J. HOPT, H. KANDA en E.B. ROCK, *The anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 11, 34 e.v.

<sup>174</sup> Aanbeveling van 2005/162/EG van de Europese Commissie van 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.

<sup>175</sup> S. BHAGAT, D.C. CAREY en C. M. ELSON, “Director ownership, corporate performance and management turnover,” 1999,1-61, [www.ssrn.com/abstract=134488](http://www.ssrn.com/abstract=134488); S. BHAGAT en B.S. BLACK, “The non-correlation between board independence and long-term firm performance”, *Journal of Corporation Law* 2001, 231-273, [www.ssrn.com/abstract=133808](http://www.ssrn.com/abstract=133808); D.R. DALTON, C.M. DAILY, A.E. ELLSTRAND en J.L. JOHNSON, “Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure an financial performance”, *Strategic Management Journal*, 1998, 269-290; J.D. PATTERSON, “The link between Corporate Governance and performance: year 2000 update”, *The Conference Board Report* 2000, 1-33, [www.conferenceboard.ca/documents.aspx?did=890](http://www.conferenceboard.ca/documents.aspx?did=890); R. ROMANO, “The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance”, *Yale ICF Working Paper, ECGI -*

Een interessante visie is deze van RODRIGUES die - verwijzend naar de Delaware-rechtspraak - stelt dat het begrip onafhankelijke bestuurder een fetisjisme is geworden waarbij men door een meerderheidsgroep van 'onafhankelijke' bestuurders allesbehalve een optimale governance-situatie creëert. Zij stelt dat men eerder de onafhankelijke bestuurder (hier bedoeld als outside director) moet voorbehouden voor situaties waar zijn aanwezigheid echt nuttig kan zijn namelijk in concrete conflictsituaties die geval per geval door de raad worden onderzocht.

Anderen stellen dat een minderheid van onafhankelijken optimaler is<sup>176</sup> en nog anderen stellen dat een meerderheid enkel goed is wanneer men met grootaandeelhouders zit en er weinig aandeelhoudersrechten zijn voor de minderheid.<sup>177</sup>

Velen besluiten dan ook dat men het concept onafhankelijke bestuurder moet herzien.<sup>178</sup>

Men kan zich nu dan ook de vraag gaan stellen of deze variabele nog geschikt is om op te nemen als een onderdeel van deze index betreffende aandeelhoudersbescherming.

Het is voor mij ook onmogelijk om een geschikte alternatieve variabele te creëren aangezien er momenteel geen enkele invulling als de optimale invulling kan beschouwd worden.

Opnieuw moet deze opmerking dan ook eerder worden meegenomen in de eindbeoordeling.

#### ❖ Variabele I.12.1. duur van benoeming bestuur: normale duurtijd

De optimale duurtijd volgens de index is de éénjarige periode.

In centraal-Europese landen variëren de wettelijke duurtijden van 3 jaar voor Italië, tot 4 jaar voor o.a. Denemarken, Finland en Portugal, naar 5 jaar voor Spanje of 6 jaar voor België, Frankrijk, Griekenland en Luxemburg.<sup>179</sup>

Het was het Cadbury Committee in Engeland die een 3-jarige termijn aanbeval. Het Greenbury Committee ging nog verder en reduceerde dit tot 1 jaar.

De idee achter een korte duurtijd is dat men als bestuurder een continue incentive zou hebben om de belangen van de aandeelhouders te blijven verdedigen.

---

*Finance Working Paper* 2004, [www.ssrn.com/abstract=596101](http://www.ssrn.com/abstract=596101); D. YERMACK, "Board Members and Company Value. *Financial Markets and Portfolio Management*", 2006, 33-48, [www.ssrn.com/abstract=894249](http://www.ssrn.com/abstract=894249).

<sup>176</sup> E. FOGEL en A. M. GEIER, "Strangers in the House: Rethinking Sarbanes-Oxley and the Independent Board of Directors", *Delaware Journal of Corporate Law* 2007,72, [www.ssrn.com/abstract=975411](http://www.ssrn.com/abstract=975411).

<sup>177</sup> J. DAHYA en J.J. MCCONNELL, "Does Board Independence Matter in Companies with a Controlling Shareholder?", *Journal of Applied Corporate Finance* 2009, 67-78, [www.ssrn.com/abstract=1394690](http://www.ssrn.com/abstract=1394690).

<sup>178</sup> U. VAROTTIL, "The evolution of independent directors and their effectiveness in Indian Corporate Governance", 2010, 1, [www.ssrn.com/abstract=1548786](http://www.ssrn.com/abstract=1548786).

<sup>179</sup> K. J. HOPT, H. KANDA, M.J. ROE, E. WYMEERSCH en S. PRIGGE (eds), *Comparative Corporate Governance: the state of the art and emerging research*, Oxford, Oxford University Press, 1998, 1119.

Opnieuw kan men vragen stellen bij dit optimum. Vooreerst is het zeer moeilijk om de prestaties bij het besturen van een vennootschap over een periode van één jaar te evalueren. De resultaten zullen immers sterk afhangen van de vorige boekjaren en bestuurderscapaciteiten van de vorige raad. Ook volgt men meestal een beleid dat gespreid is over verschillende jaren. Elk jaar een nieuwe bestuurder die het algemene beleid volledig wijzigt, kan zelfs een negatieve impact hebben.

Ook wordt hierbij geen rekening gehouden met een mogelijke vernieuwbare termijn. Via aandeelhoudersovereenkomsten kan de meerderheid beslissen om bijvoorbeeld vijf jaar op rij dezelfde persoon aan te stellen. Zou men de duurtijd dan ook niet beter koppelen aan een mogelijkheid om de bestuurder voor een hernieuwbare termijn aan te stellen?

Het is mogelijk dat de wetgeving bijvoorbeeld verwijst naar een maximumduurtijd van 6 jaar, maar tevens ook naar een eenmalige mogelijkheid tot hernieuwing. In vergelijking met andere landen die een onbeperkt hernieuwbare duurtijd van 3 jaar hebben, is deze ‘bescherming’ dan nog niet zo slecht.

Waar men wel goed aan heeft gedaan is de creatie van een tweede variabele met betrekking de makkelijkheid om bestuurders te ontslaan. Immers, in landen waar de duurtijd langer is, maar waar men makkelijk bestuurders kan afzetten, wordt toch een 1-score aan toegekend. Dit compenseert ook de problematiek van de afwezigheid van gewogen variabelen.

❖ *Variabele I.17. comply or complain bij Corporate Governancecode*

Dat ‘aandeelhoudersprioriteit’ hoog aangeschreven staat in de index, valt af te leiden uit het afzonderlijk codificeren van het vooropstellen van het belang van investeerder of aandeelhouder of beide door de raad van bestuur onder variabele I.14.1. waar de voorkeur voor aandeelhoudersbelang beloond werd met een 1-score.

Variabele I.17 gaat er dus sowieso van uit dat de code uitsluitend of hoofdzakelijk gericht is op aandeelhoudersbescherming.

Niettemin verwijzen vele codes naar het belang van zowel aandeelhouders als andere stakeholders zoals werknemers of andere investeerders. Deze codes stellen bijvoorbeeld dat het bestuur ook moet rekening houden met het belang van alle stakeholders<sup>180</sup> of dat de Corporate Governanceprincipes tot doel hebben ook de belangen van stakeholders te maximaliseren.<sup>181</sup>

---

<sup>180</sup> X, ‘German Corporate Governance Code as amended by 18 June 2009’, 2009, 2 en 6, [www.ecgi.com/codes/](http://www.ecgi.com/codes/); X, ‘Dutch Corporate Governancecode: Principles of good corporate governance and best practice provisions’, 2008, 6-7, [www.ecgi.com/codes/](http://www.ecgi.com/codes/).

<sup>181</sup> MINISTRY OF CORPORATE GOVERNANCE AFFAIRS GOVERNMENT OF INDIA, “Corporate Governance voluntary guidelines 2009”, 2009, 6, [www.ecgi.com/codes/](http://www.ecgi.com/codes/).

Ook de OECD erkent de rol van stakeholders in Corporate Governance en spoort aan tot erkenning van hun rechten.<sup>182</sup>

Vooreerst is het vreemd dat Corporate Governanceprincipes een 1-score verdienen terwijl ze niet alleen het aandeelhoudersbelang dienen.

In tweede instantie is het vreemd dat een rechtssysteem waar geen Corporate Governancecode aanwezig is, gestraft wordt met een 0-score (wat het geval was voor de meeste landen tot de jaren 2000).

Hoewel de code dus dezelfde materiële normen kan bevatten als een norm uit de wet, wordt het mechanisme van comply or complain toch als optimaler gezien dan een dwingende wet. Dit is vreemd aangezien dit eerste systeem niet garandeert dat de vooropgestelde norm door iedere vennootschap onverkort wordt toegepast en maakt de norm niet in rechte afdwingbaar voor de aandeelhouder. Wel kan een disclosureplicht van niet-naleving de aandeelhouder alarmeren en hem ertoe brengen te opteren voor een vennootschap die de notie wel naleeft.

Het positieve of negatieve effect van het comply or complainmechanisme wordt in elk geval niet door ieder erkend. Een positieve correlatie tussen de Corporate Governancecodes en vennootschapswaarde werd nog niet algemeen bevonden<sup>183</sup>, althans niet voor de gehele code. De enen vinden wel een beperkte<sup>184</sup> of sterke<sup>185</sup> relatie met operationele prestaties; anderen bevinden dat slechtere Governance leidt tot slechtere bedrijfsresultaten<sup>186</sup>.

Misschien wilde men dan via deze variabele eerder de ontwikkeling van het Corporate Governancemechanisme zien als een bijkomende rechtsbron die de aandeelhoudersbescherming zou verhogen. Dit zou zich dan volgens de auteurs expliciteren als

---

<sup>182</sup> OECD, "The OECD Principles of corporate governance", 2004, 21, [www.ecgi.com/codes/](http://www.ecgi.com/codes/).

<sup>183</sup> E. WYMEERSCH, "The Corporate Governance "Codes of Conduct" between state and private law", *FLI WPS* 2007, 22, [www.ssrn.com/abstract=1032596](http://www.ssrn.com/abstract=1032596).

<sup>184</sup> D. F. LARCKER, S. A. RICHARDSON en A. I. TUNA, "How Important is Corporate Governance?", 2005, 1-77, [www.ssrn.com/abstract=595821](http://www.ssrn.com/abstract=595821).

<sup>185</sup> L. D. BROWN en M.L. CAYLOR, "Corporate Governance and Firm Operating Performance", 2006, 1-31, [www.ssrn.com/abstract=814205](http://www.ssrn.com/abstract=814205); E. FERNÁNDEZ-RODRÍGUEZ, S. GÓMEZ-ANSÓN en Á. CUERVO-GARCÍA: "The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms, Corporate Governance, An International review", *Corporate Governance: An International Review* 2004, 29-46, [www.ssrn.com/abstract=513420](http://www.ssrn.com/abstract=513420); R. GRANDMONT, G. GRANT en F. SILVA, "Deutsche Bank Research : Beyond the numbers: corporate governance implications for investors", 2004, 1-26, [www.unepfi.org/fileadmin/documents/materiality1/cg\\_deutsche\\_bank\\_2004.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/materiality1/cg_deutsche_bank_2004.pdf); H. SKAIFE, C. ASHBAUGH, W. DANIEL en R. LAFOND, "Corporate Governance and the Cost of Equity Capital", 2004, 1-54, [www.ssrn.com/abstract=639681](http://www.ssrn.com/abstract=639681).

<sup>186</sup> S. A. JOHNSON, T. C. MOORMAN en S. M. SORESCU, "A Re-examination of Corporate Governance and Equity Prices", 2008, 1-78, [www.ssrn.com/abstract=687207](http://www.ssrn.com/abstract=687207); zij concluderen dat de Governancekwaliteit geen betrouwbare impact heeft op abnormale lange termijn-aandelenreturn. Het tegendeel wordt bevestigd door J. E. CORE, W. R. GUAY en T. O. RUSTICUS, "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations", 2004, 1-51, [www.ssrn.com/abstract=533582](http://www.ssrn.com/abstract=533582). Hun resultaten, die gebaseerd waren op andere parameters, bevestigen niet de hypothesis dat een zwakke Governance leidt tot slechte aandeelresultaten.

een onderdeel van de bescherming tegen het bestuur. Dit is correct, aangezien de meeste bepalingen uit Corporate Governancecode de interne functionering van het bestuur betreffen.<sup>187</sup>

De algemene vraag stelt zich dan of dit een afzonderlijke variabele verdient.

Volgens mij is deze variabele overbodig. Men had beter telkenmale (wanneer men voor een materiële regel als bron een Corporate Governancecode had) de toets gemaakt of de bron voldoende sterk was om dit als een volwaardige bron in aanmerking te nemen en dus met andere woorden een beperkte weging door te voeren op het vlak van de bronnen.

## **B. Kritieken op de wijze van codering**

### **i. Wijze van codering door SIEMS & LELE**

#### **❖ Rechtsbronnen**

Een eerste commentaar met betrekking tot de wijze van codering betreft de gebruikte rechtsbronnen.

Zoals hoger aangegeven bij variabele I.17 is het sterk te betreuren dat SIEMS & LELE de tekst van de **Corporate Governancecodes alsook de aanbevelingen** van instanties hieromtrent **zonder meer** meenemen in hun codering<sup>188</sup>.

Niettegenstaande het feit dat codes, meestal werkend met de comply or complain-methode, wel een groot aanzien hebben en veelal worden nageleefd onder marktdruk<sup>189</sup>, garanderen ze zeker niet de totale compliance. Gelet op de belangstelling in Corporate Governancecodes, zelfs bij het grote publiek, zijn het laatste decennium heel wat studies verricht die de codes toetsten op haar naleving in de praktijk. Het was ook beter geweest dat SIEMS & LELE hiermee hadden rekening gehouden.

Ten exemplatieve titel kan bijvoorbeeld verwezen worden naar de richtlijnen met betrekking tot variabele I.2.1. in de Belgische Corporate Governancecode 2004.<sup>190</sup> Principe 8.9 van de Belgische code stelt het volgende: “het vereiste percentage aandelen dat een aandeelhouder

---

<sup>187</sup> E. WYMEERSCH, “The Corporate Governance “Codes of Conduct” between state and private law”, *WPS FLI* 2007, 11-12, [www.ssrn.com/abstract=1032596](http://www.ssrn.com/abstract=1032596).

<sup>188</sup> M. SIEMS & P. LELE, “Shareholder protection: a leximetric approach”, 2007, 11, [www.ssrn.com/abstract=89749711](http://www.ssrn.com/abstract=89749711).

<sup>189</sup> E. WYMEERSCH, “The Corporate Governance “codes of conduct” between state and private law”, 2007, 25, [www.ssrn.com/abstract=1032596](http://www.ssrn.com/abstract=1032596).

<sup>190</sup> COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, “Belgische Corporate Governancecode 2004”, 2004, 1-41, [www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/](http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/).

moet bezitten om voorstellen te kunnen indienen voor de algemene vergadering, mag niet meer dan 5% van het kapitaal bedragen”.

Het Belgische Corporate Governance Instituut en het VBO hebben een stand van zaken onderzocht m.b.t. de naleving van de Belgische Corporate Governancecode bij 135 genoteerde vennootschappen. Uiteindelijk concludeerden ze dat 79,9% van de vennootschappen (87% van de grootste) de principes gecompliceerd hadden. Niettemin was deze compliance niet voor alle variabelen even groot (dit al dan niet gekoppeld aan een verklaring). Onder deze uitzonderingsgevallen valt de regeling van het min. aantal aandelen om punten op de agenda te plaatsen.<sup>191</sup> Ook uit de studie van TRUMPENER blijkt dat de compliance m.b.t. principe 8.9 niet schokkend is. Van de onderzocht Bel-20 ondernemingen vond hij dit terug bij 50% van hen; bij de ondernemingen uit de Bel-mid in 40% van de gevallen en in de Bel-small enkel 20%.<sup>192</sup>

Hoewel de letterlijke tekst had kunnen leiden tot een 0,5-score, heb ik, de hogere uitgelegde methodologie in acht genomen, plichtsbewust een 0-score toegekend.<sup>193</sup>

Ook het feit dat men **zowel suppletief recht zonder praktijktoets als dwingend recht** in aanmerking neemt, vind ik onterecht.

Het uitgangspunt van SIEMS & LELE hierbij is dat in deel I, de bescherming tegen het bestuur, de aandeelhouders als meerderheidsgroep zou dan kunnen voorkomen dat afgeweken wordt van de suppletieve regel die hen bescherming geeft.

In deel II zouden ze wel bij bepaalde variabelen i.e. II.3.2. en II.3.3 enkel de dwingende norm coderen, met als reden dat dit de minderheidsaandeelhouder kan beschermen tegen tunneling door de meerderheid en dat ze vier subvariabelen hebben ingeschakeld die de vraag behandelen of de norm van dwingend recht is of niet. Deze vier variabelen zouden van belang zijn voor minderheidsaandeelhouders aangezien ze hen de mogelijkheid geven om meerderheidsaandeelhouders te verhinderen om de bescherming tegen het bestuur uit te schakelen. Dit zou dan belangrijk zijn als het bestuur de aandeelhoudersvergadering kan controleren of wanneer de meerderheidsaandeelhouder en het bestuur samen handelen, omdat in deze gevallen de bescherming tegen het bestuur en de andere aandeelhouders onveranderlijk zou zijn.<sup>194</sup>

Volgens mij zijn deze redenen onvoldoende solide.

---

<sup>191</sup> COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, “Enquête Code Lippens”, 2002, 1-27, [www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/EnqueteCodeLippens\\_0507.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/EnqueteCodeLippens_0507.pdf);  
E. WYMEERSCH, “The Corporate Governance “Codes of conduct”: between state and private law”, 2007, 28, [www.ssrn.com/abstract=1032596](http://www.ssrn.com/abstract=1032596).

<sup>192</sup> J. TRUMPENER, *Code Lippens: toetsing aan de praktijk*, onuitg. licentiescriptie Toegepaste Economische Wetenschappen U. Hasselt, 2007, bijlagen, 140-262, <http://uhdspace.uhasselt.be/dspace/bitstream/1942/1842/1/trumpener.pdf>.

<sup>193</sup> Zie infra Bijlage anno 2005, variabele I.2.1., 228 en volgende.

<sup>194</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Shareholder protection: a leximetric approach”, 2007, 14, [www.ssrn.com/abstract=89749711](http://www.ssrn.com/abstract=89749711).



Wat betreft deel I zijn er ook variabelen die niet de macht van de meerderheid van de algemene vergadering toetsen, maar enkel deze van één of een beperkte groep aandeelhouders. Zo zien we bijvoorbeeld dat I.2. polst naar de drempel (op basis van het noodzakelijke kapitaal dat men in handen moet hebben) om een item op de agenda te kunnen zetten. Een aandeelhouder met 1% of minder wordt een 1-score toebedeeld. Het is niet zeker dat de aandeelhouder met 1% zou kunnen voorkomen dat een meerderheid van aandeelhouders een drempel van 10% zou instellen. Vooreerst zal dit afhankelijk zijn van de gehanteerde quorum- en meerderheidsdrempels om de statuten aan te passen. (Deze ‘bescherming’ ligt vervat in variabelen II.1 en II.2 maar wordt ook niet getoetst op haar dwingend karakter.) Ten tweede zal dit in landen met een geconcentreerd aandeelhouderschap nog onwaarschijnlijker worden, aangezien de grootaandeelhouder nog makkelijker op zijn eentje de noodzakelijke meerderheid kan bekomen om de statuten aan te passen en dus af te wijken van de suppletieve regel. (Dezelfde oefening kan ook gemaakt worden wat betreft variabele I.8.1 over de vraag of een aandeelhouder het aandeelhoudersregister kan inkijken.)

Daarnaast vind ik het vreemd dat men over het algemeen het dwingend karakter van ‘bepaalde’ variabelen slechts noodzakelijk acht ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Volgens mij kan men slechts van echte aandeelhoudersbescherming spreken als de regel ofwel door iedereen wordt nageleefd door marktdruk (zoals bij bepaalde normen van Corporate Governance) of indien ze in rechte afdwingbaar zijn op grond van de wet of heersende rechtspraak en rechtsleer.

Ook kunnen we verwijzen naar de hoger gemaakte opmerking met betrekking tot de tweedeling tussen bescherming tegen bestuur en bescherming tegen aandeelhouders. Een aantal variabelen uit deel I zouden in vennootschappen met geconcentreerd aandeelhouderschap ook bescherming kunnen bieden tegen de grootaandeelhouder. Tunneling door de grootaandeelhouder kan zich dus ook voordoen in deel I.

Ik kan dan ook besluiten dat ongeacht welke verklaring SIEMS & LELE aan de afwezigheid van dwingende normen wensen te geven, een dwingende norm de aandeelhouder steeds beter kan beschermen dan een suppletieve.

Daarom heb ik in mijn studie telkens het dwingend karakter van de norm als voorwaarde voorop gesteld of het suppletieve karakter ervan proberen te toetsen aan praktijkstudies.

### ❖ Tussenscores

Een tweede probleem met de codering stelt zich volgens mij bij de toegekende scores. Een niet-binaire score is wel op zijn plaats, maar tussenscores tot 0,875 vind ik dan weer veel te arbitrair. Een voorbeeld vinden we terug bij de codering voor India bij variabele I.4.2. met betrekking tot de vergemakkelijking van de anticipatie van aandeelhouders vanaf 2001. Daar werd 7/8 toegekend terwijl de variabele slechts de keuze laat tussen 0; 1 of 0,5, omdat CA 1956, S. 192 A

voorziet dat de meest belangrijke resoluties gespecificeerd in Rule 4 “zullen” gebeuren per stemming per brief.<sup>195</sup>

Tenzij in de variabele zelf een gedetailleerde tussenscore wordt aangegeven gekoppeld aan een concrete uitleg, vind ik dat in casu een extra tussenscore van 0,25 en 0,75 het meest geschikt was geweest om de subjectiviteit te beperken, maar toch de hakbijl van 0-1 te vermijden in situaties waar dit onhoudbaar is.

#### ❖ Inconsistentie van de codificatie de facto

Ten derde betreur ik de wijze waarop bepaalde variabelen inconsistent gecodeerd werden de facto.

In bepaalde gevallen hield men zich duidelijk niet altijd aan de strikte omschrijving van de variabele, maar betrok men er ook andere determinanten bij. Op die manier bekeken de auteurs ook bij bepaalde variabelen de meer praktische zijde. Dit is op zich geen probleem en kan zelfs toegejuicht worden, maar daar men in andere gevallen niet toetste aan de praktijk of toch niet even gedetailleerd, leidt dit tot inconsistenties en dus wel tot problemen.

Verwijzen we bijvoorbeeld naar de codering van variabele I.8. dat polst naar het recht om als individuele aandeelhouder het aandeelhoudersregister in te kijken. Een 1-score wordt toegekend indien hij dit heeft; een 0-score indien hij dit niet heeft.

SIEMS & LELE kenden het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld een 0,5-score toe ondanks het feit dat CA 1985 Section 365 deze regel voorschrijft, maar tengevolge van de wijdverspreide scheiding van geregistreerd eigendom en economische eigendom vaak nutteloos bleek te zijn.<sup>196</sup>

Als we dan weer kijken naar variabele I.9. met betrekking tot de verdeling van management en controle zien we bij variabele I.9, dat men in 1993 een 0,25-score toekende en vanaf 1999 0,5 omdat in het eerste geval de Code of Best Practice 1992 voorschreef dat er een “significant number of non-executive directors” moet aanwezig zijn en in het tweede geval de Combined Code 1998 s. A.3.1. voorschreef dat 1/3 bestaat uit niet-uitvoerende bestuurders.<sup>197</sup>

Het is vreemd dat ze in dit geval dan weer niet de praktijk erbij betrokken. Men ging er vanuit dat de codes zonder meer worden toegepast omdat dit ‘de regel’ zou zijn.<sup>198</sup> Zoals hoger aangegeven kon men makkelijk verschillende praktijkstudies geraadpleegd hebben om de *compliance* in de praktijk in de beoordeling te betrekken.

---

<sup>195</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Data from Paper: Shareholder protection, a leximetric approach”, 2007, India voetnoot 349, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/Shareholder%20protection%20index%20data%205%20countries.xls>.

<sup>196</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Data from Paper: Shareholder protection, a leximetric approach”, 2007, UK voetnoot 178, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/Shareholder%20protection%20index%20data%205%20countries.xls>.

<sup>197</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Data from Paper: Shareholder protection, a leximetric approach”, 2007, UK voetnoot 179, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/Shareholder%20protection%20index%20data%205%20countries.xls>.

<sup>198</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Shareholder protection: a leximetric approach”, 2007, 12, [www.ssrn.com/abstract=89749711](http://www.ssrn.com/abstract=89749711).

## ii. Wijze van codering door MEZELF

Het zou onterecht zijn om de codering van een ander te bekritisieren, wetende dat leximetrische studies voor niemand een makkelijke en objectieve opdracht zijn. Zoals in de inleiding al aangegeven berusten dergelijke studies nu eenmaal op een zekere mate van subjectiviteit. Dit impliceert dan ook dat iedereen hierbij tot andere resultaten zou kunnen besluiten.

Om verrassingen te voorkomen bij de beoordeling van deze studie, wens ik dan ook kort aan te geven waar de gebreken en moeilijkheden zitten in mijn onderzoek. Zo kan dit later eventueel aangevuld worden met correcter bronnenmateriaal of door anderen misschien bekritiseerd en geobjectiveerd worden.

### ❖ Gebrek aan bronnen uit het verleden

Een eerste onoverkomelijk probleem bij elke longitudinale studie is het gebrek aan bronnen uit het verleden. Vooral voor de beginjaren van mijn onderzoek met name 1970-1980 moest ik me vaak baseren op bronnen uit het begin van de 20<sup>e</sup> eeuw. Bij afwezigheid van dergelijke oude wetgeving en bronnen, moest ik vaak terugvallen op recente literatuur die het verleden beschrijven. Ik was dus met andere woorden vaak aangewezen op (subjectievere) bronnen uit de tweede hand.

Ook studies van praktische toepassingsgevallen zijn schaars om niet te zeggen afwezig.

Problemen werden bijvoorbeeld ondervonden bij variabele I.6. met betrekking tot de blokkering van aandelen voor de algemene vergadering.

Hoewel het algemeen bekend is dat “heel veel” beursgenoteerde ondernemingen vóór 1991 het depot van aandelen verplicht stelden in de statuten, vond ik weinig schriftelijke neerslag hiervan terug. Ook zijn er geen praktijkstudies die kunnen aanwijzen hoeveel ondernemingen zich bij deze praktijk aansloten. Bijgevolg heb ik dan ook bij gebreke aan een dwingende wettelijke plicht en correct cijfermateriaal een 0,5-score toegekend, daar er in de praktijk misschien een 0-score kon worden toegekend

### ❖ Variabele I.14. prioriteit van het aandeelhoudersbelang

Een ander maar meer concreet probleem stelde zich in variabele I.14. op grond waarvan een 1-score moet worden toebedeeld indien het bestuur altijd prioriteit moet geven aan het aandeelhoudersbelang, 0 indien het belang van andere stakeholders prioritair is en 0,5 indien anders.

In de Belgische rechtspraak kennen we echter geen expliciete bepaling hieromtrent. De wet of literatuur verwijst eerder naar de notie vennootschapsbelang. Dat het bestuur het

vennootschapsbelang moet behartigen, wordt door iedereen erkend, maar over de concrete invulling van het begrip bestaan verschillende theorieën.

Er zijn twee visies te vinden: de ene strekking ziet het ruim en ziet het vennootschapsbelang als de som van verschillende deelbelangen die bij de onderneming zijn betrokken en omvat dus naast de belangen van de aandeelhouders ook dat van derden, zoals werknemers, schuldeisers, enz. De engere visie stelt dat het vennootschapsbelang samenvalt met dat van de huidige en (nu ook na enige nuancering) potentieel toekomstige aandeelhouders.

Toch bestaan er in de rechtsleer nog andere opvattingen. Zo zou ook rekening moeten gehouden worden met het belang van de vennootschap in het licht van duurzame rentabiliteit en het belang van de klant van de onderneming. Volgens CORNELIS zijn ook handelingen zonder rechtstreeks winstbejag maar die het maatschappelijk doel eerbiedigen in overeenstemming met het vennootschapsbelang. BYTTEBIER stelt daarnaast nog dat het niet noodzakelijk is om aan alle belangen van derden te voldoen, maar wel dat ermee rekening wordt gehouden, aangezien een natuurlijk persoon ook rekening moet houden met andermans belangen.<sup>199</sup>

Gelet op de hoger aangegeven onenigheid in de rechtsleer over de invulling van het vennootschapsbelang, zou België eerder noodgedwongen een 0,5-score moeten worden toegekend over de volledige 40 jaar.

Daar dit in feite niet de werkelijke situatie weerspiegelt, heb ik, mezelf baserend op het proefschrift van A. FRANCOIS, toch verschillende scores proberen toe te kennen, daar FRANCOIS toch een evolutie meent te kunnen destilleren op het vlak van de meerderheidsopvattingen over de invulling van “het vennootschapsbelang”.<sup>200</sup> Op die manier probeer ik tegemoet te komen aan de hoger gemaakte opmerkingen bij deze variabele.

FRANCOIS ziet een eerste ontwikkeling in de 20<sup>e</sup> eeuw als de ‘vermaatschappelijking’ van het vennootschapsbelang daar hij meent dat de vennootschapswetgever “zich in toenemende mate heeft bekommerd om de belangen van andere betrokkenen bij het vennootschapsgebeuren in plaats van de klassieke aandeelhouder”. Als voorbeeld daarvan zijn er de ontwikkelingen op het vlak van de vennootschapsinformatie en de controle daarop, het stijgend aantal vennootschapsrechtelijke strafbepalingen, bestuurdersaansprakelijkheden en kapitaalbeschermende maatregelen, de totstandkoming van een aantal verspreide bepalingen die de personeelsbelangen beschermen.<sup>201</sup> Voornamelijk vanaf de Wet van 18 juli 1991 is de positie van de minderheidsaandeelhouder veel versterkt<sup>202</sup>. FRANCOIS stelt dat hij “de voornaamste begunstigde van de toenemende belangstelling van de vennootschapswetgever

---

<sup>199</sup> K. BYTTEBIER, P. PIU, S. ROELAND, *Corporate Governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 2003, 72-79, mrs. 142-156.

<sup>200</sup> A. FRANCOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht*, doctoraatsthesis Rechten aan de R.U. Gent, 7 september 1998, 48-55

<sup>201</sup> Zo duidt hij bijvoorbeeld de inspraak van de Ondernemingsraad bij de benoeming aan, het ontslag van een commissarisrevisor in grote vennootschappen en de bijzondere taken waarmee deze laatste in het belang van de werknemers wordt belast in de wet van 20 september 1948.

<sup>202</sup> Y. MERCHIERS, “De vennootschap: juridisch kader voor de onderneming in haar maatschappelijke dimensie”, *TPR* 1988, 357, nr. 88.

voor de deelbelangen bij het vennootschapsgebeuren is geweest”, ook op grond van de ontwikkeling van een (minstens) dwingend vnl. financieel – maar ook vennootschapsrechtelijk regelenstelsel voor de zgn. vennootschappen die een publiek beroep doen (of hebben gedaan) op het spaarwezen.<sup>203</sup> FRANCOIS stelt dat “de bescherming van de minderheidsaandeelhouders door sommigen met lede ogen werd gadeslagen.”<sup>204</sup>

Op basis van de hoger beschreven evolutie werd tot 1991 een 0,5-score toegekend op basis van de idee dat het door het bestuur te respecteren vennootschapsbelang moest ingevuld worden als zowel ten voordele van aandeelhouders als andere stakeholders.

In 1984 bijvoorbeeld wijzen de ingevoerde regels m.b.t. de commissaris, dat de toezichtsfunctie niet enkel een zaak is van de aandeelhouders. Ook op het vlak van de beoordeling zien we deze tendens daar de bestuurders persoonlijk aansprakelijk kunnen worden gesteld zelfs indien ze door de aandeelhouders van aansprakelijkheid werden ontslagen.<sup>205</sup>

Vanaf de wet van 1991 werd overgeschakeld naar een 1-score daar de klemtoon vanaf dan hoofdzakelijk gelegd worden op de minderheidsaandeelhouder.

Dit werd dan weer gewijzigd in een 0,5-score in 2005 op basis van het actieplan van de Europese Commissie voor de ‘Modernisering van het vennootschapsrecht en de versterking van het Corporate Governance in de Europese Unie’<sup>206</sup> en de Belgische Corporate Governancecode van 2004. In beide documenten valt het op dat hier naast de rechten van aandeelhouders ook de bescherming van werknemers, schuldeisers en andere stakeholders op het programma staan.

In 2009 heb ik me uiteindelijk laten leiden door de wijziging van het Europees beurslandschap ten gevolge van de financiële crisis.

Het is gebleken dat de rechten van aandeelhouders toch meer precair zijn dan gedacht, vooral wanneer men met uitzonderlijke omstandigheden wordt geconfronteerd.

WYMEERSCH merkt dit ook op in zijn paper ‘De aandeelhouder in de financiële crisis’. Hij stelt expliciet dat “het niet meer de rechten zijn van de aandeelhouders die op de voorgrond staan, maar de overlevingskansen van de onderneming. Dit geldt dan in het bijzonder voor

---

<sup>203</sup> A. FRANCOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht*, doctoraatsthesis Rechten aan de R.U. Gent, 7 september 1998, 48-55

<sup>204</sup> Hij verwijst daarbij naar W. VAN GERVEN, ‘Voorafgaande titel, economisch grondslagenrecht’ in W. VAN GERVEN, H. COUSY en J. STUYCK (eds.), *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht*, XII, Handels- en Economisch Recht, Brussel, Story-Scientia, 1989, 29 e.v.

<sup>205</sup> E. WYMEERSCH, “De nieuwe voorschriften inzake vennootschapsinformatie evenals inzake commissaristoezicht in H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH (eds.), *Het nieuwe vennootschapsrecht na de wet van 5 december 1984*, Antwerpen, Kluwer, 1985, 76-77.

<sup>206</sup> EUROPESE COMMISSIE, 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, COM(2003)284.

ondernemingen met een systemische functie zoals financiële instellingen, doch ook productieondernemingen kunnen vernietigende golven uitlokken.”<sup>207</sup>

Ter staving verwijst WYMEERSCH naar de reddingsoperaties waarbij nieuw kapitaal werd aangetrokken zonder respect voor het voorkeurrecht; dividenduitkeringen worden plots op de lange baan geschoven; de overheid neemt het voortouw. Het opzijzeten van de aandeelhouder was vooral zichtbaar bij vennootschappen met een verspreid aandeelhouderschap.

Ook het feit dat raadsheer MODRIKAMEN geen inzage kreeg in het aandeelhoudersregister naar aanleiding van de algemene vergadering van Fortis dd. 28.04.2009 getuigt van dit fenomeen.

Gelet op de wijzigingen in het beursgenoteerde landschap naar aanleiding van de financiële crisis werd voor 2009 een 0-score toegekend.

De toepassing van variabele I.14. kan wellicht volgens sommigen als te subjectief worden beschouwd. Daarom vermeld ik ze dan ook bij de kritieken op mijn onderzoek. Niettemin ben ik van mening dat deze toepassing dichter aanleunt bij de werkelijkheid, dan het constant toekennen van een 0,5-score.

Hieruit blijkt duidelijk dat het leximetrische onderzoek vaak meer kunst is dan wetenschap.

#### ❖ Geen weging van de variabelen

Tot slot moet ook worden opgemerkt dat deze studie, net zoals deze van LELE & SIEMS zich niet onderwerpt aan de weging van variabelen. Aangezien ik dezelfde index gebruik, blijf ik op dezelfde wijze in gebreke.

Een weging kan interessant zijn wanneer men bijvoorbeeld aanvoelt dat niet alle variabelen even belangrijk zijn. In rechtsvergelijkend onderzoek zou men zelfs verder kunnen gaan en groepen variabelen kunnen wegen van land tot land om een verschillende functionele rol weer te geven of aan te geven dat verschillende variabelen dezelfde rol spelen.<sup>208</sup> ARMOUR EN SKEEL geven het voorbeeld van de zelfregulerende overnamecodes. Deze zouden een belangrijke rol spelen in de ondersteuning van minderheidsaandeelhoudersrechten in common law-stelstels, maar dit systeem is afwezig in de Verenigde Staten. In deze laatste vervullen andere elementen zoals bijvoorbeeld effectenregulering en mededingingsrecht deze rol.<sup>209</sup>

---

<sup>207</sup> E. WYMEERSCH, “Aandeelhouders in de crisis”, *WPS FLI* 2009, 1-4, [www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/WP2009-09.pdf](http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/WP2009-09.pdf)

<sup>208</sup> M. SIEMS en S. DEAKIN, “Comparative Law and Finance: Past, Present and Future Research”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 2010, 129, [www.ssrn.com/abstract=1428247](http://www.ssrn.com/abstract=1428247).

<sup>209</sup> J. ARMOUR en D. SKEEL “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation”, *The Georgetown Law Journal* 2007, 1727-1794.

Een reden waarom we ons kunnen onthouden van de weging is dat de weging een enorme moeilijke taak is en dat een ongewogen index misschien minder biassen kan vertonen dan een subjectieve poging tot weging.<sup>210</sup>

Aan de hand van een uitgebreid naslagwerk van mijn onderzoek waarbij ik in detail heb omschreven hoe en waarom ik tot een welbepaalde score kwam, meen ik dan ook net als SIEMS & LELE<sup>211</sup> dit deficit te kunnen compenseren. Ik vertrouw op deze functionele benadering in combinatie met een groot aantal variabelen.

---

<sup>210</sup> B. AHLERING en S. DEAKIN, "Labour Regulation, Corporate Governance and Legal Origin: A Case Of Institutional Complementarity?", 2006, 19, [www.ssrn.com/abstract=898184](http://www.ssrn.com/abstract=898184).

<sup>211</sup> M. SIEMS en P. LELE, "Shareholder Protection: a leximetric approach", 2007, 14, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).

## 2. RESULTATEN

### A. België in vergelijking met VS, VK, India, Frankrijk en Duitsland: evolutie 1970-2005

Een eerste doelstelling van de onderzoeksresultaten is het doorvoeren van een vergelijking van de aandeelhoudersbescherming van 1970 tot 2005 tussen de resultaten van SIEMS & LELE met betrekking tot Frankrijk, India, Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, de VS en mijn resultaten met betrekking tot België. Via statistische rechtsvergelijking zal geprobeerd worden verklaringen te vinden voor gelijkenissen en verschillen tussen de zes landen op het vlak van de totale aandeelhoudersbescherming en vervolgens ook afzonderlijk voor de bescherming tegen het bestuur en tegen aandeelhouders. Daarbij wordt eerst het aandeelhoudersbeschermingsniveau bestudeerd en vervolgens de con- en divergentie tussen de verschillende landen.

#### i. Aandeelhoudersbeschermingsniveau

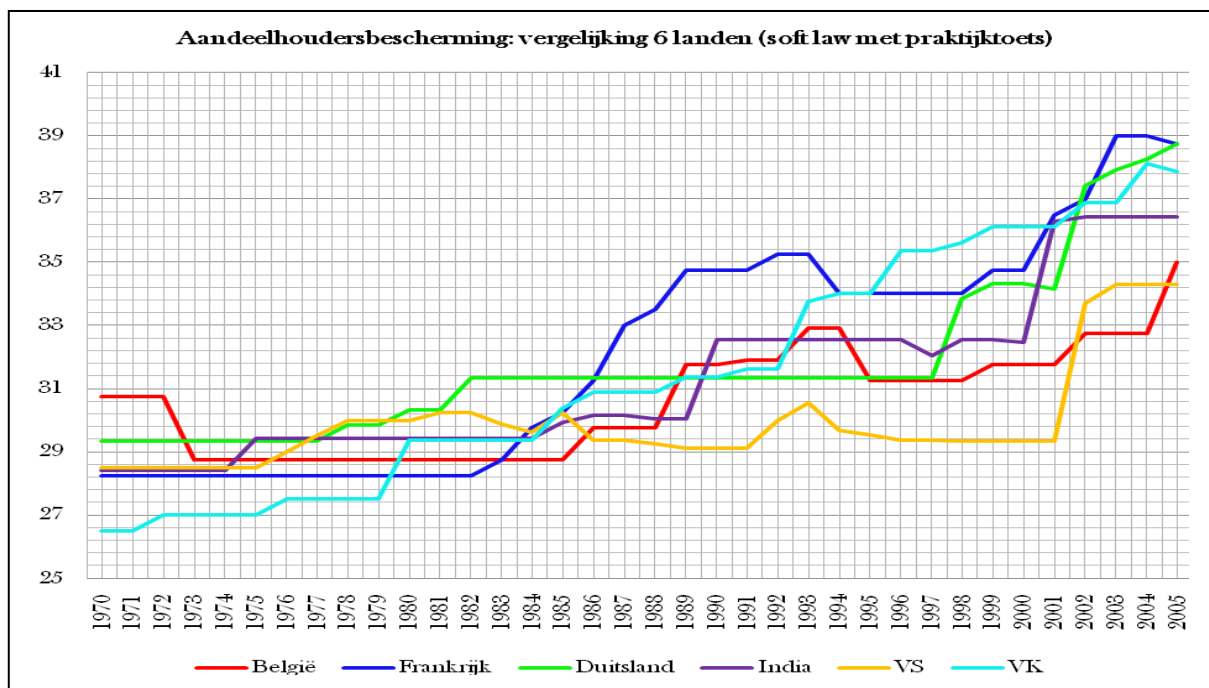
##### ❖ Het aandeelhoudersbeschermingsniveau met betrekking tot de totale aandeelhoudersbescherming

In dit deel zal de totale aandeelhoudersbescherming onderzocht worden en gepoogd worden trends, verschillen en gelijkenissen tussen België en de vijf andere landen te verklaren. Daarna zal het aandeelhoudersbeschermingsniveau tussen common law en civil law landen onderzocht worden.

##### • Trends & totaalscores

Wat allereerst opvalt in figuur 1, is zoals bij alle andere landen een sterke opwaartse trend. De globale aandeelhoudersbescherming is in België met 10,6% gestegen over een periode van 35 jaar.





Figuur 1: Aandeelhoudersbescherming: vergelijking 6 landen (soft law met praktijktoets)

Niettemin moeten we de coderingsverschillen met de methode van SIEMS & LELE in acht nemend, voornamelijk dan op het vlak van soft law waar zij dit in aanmerking namen zonder enige praktijktoets. Op die manier kan een correcte vergelijking gemaakt worden met de bescherming uit de andere landen.

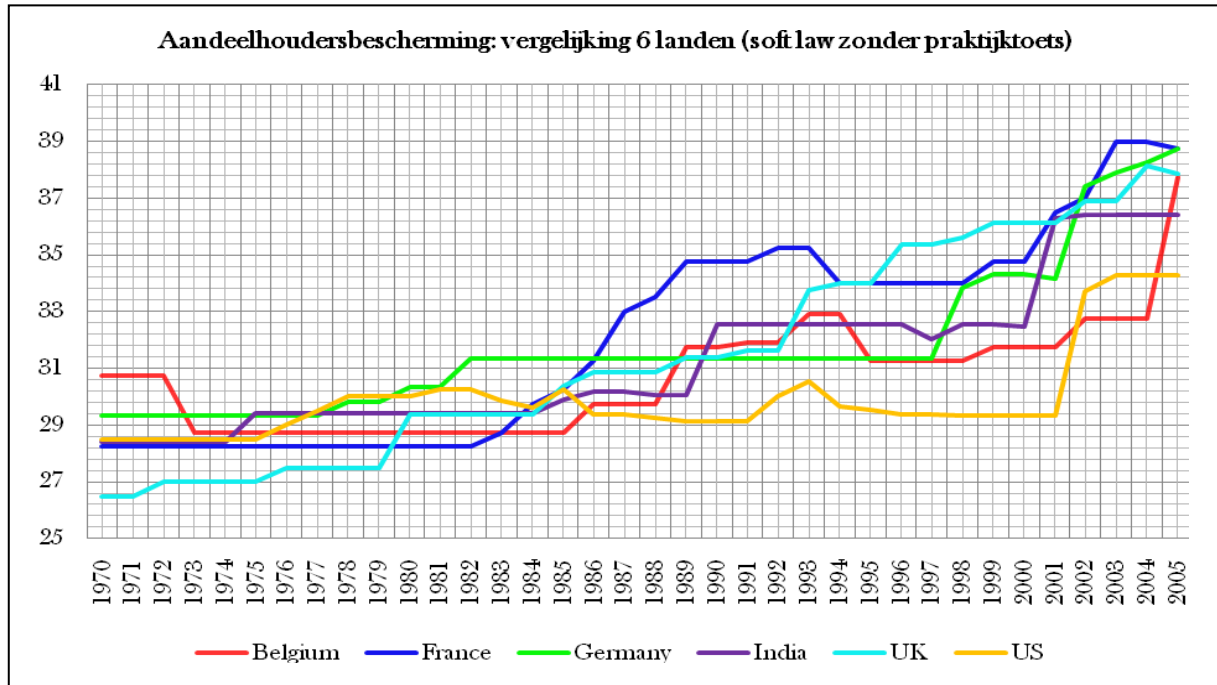
Daarom presenteer ik ook in figuur 2 de curves met daarin deze van de Belgische aandeelhoudersbescherming, mocht ook ik soft law zonder praktijktoets in aanmerking hebben genomen. Binnen dit hoofdstuk wordt ook telkens grafieken zonder praktijktoets gebruikt zonder praktijktoets (tenzij anders vermeld).<sup>212</sup>

Tussen soft law met praktijktoets (fig. 1) en soft law zonder praktijktoets (fig. 2) kan duidelijk een verschil gezien worden in de sprong van 2004 naar 2005. België dankt deze sterke stijging hoofdzakelijk aan de innovaties van de code Lippens.

Op grond van de in dit werkstuk vooropgestelde methodologie, werden slechts innovaties genoteerd met betrekking tot de aanwezigheid van de helft niet-uitvoerende bestuurders en de

<sup>212</sup> In de methodologie werd aangegeven dat soft law in principe maar zou worden in aanmerking genomen indien ze de methodologische toets zou doorstaan. Ik viel hierbij terug op de resultaten van praktijkstudies in combinatie met bepaalde percentagedrempels. (Voor de methodologie zie p 21 en volgende.) In dit hoofdstuk worden echter de grafieken weergegeven op basis van resultaten van soft law zonder deze praktijktoets, om een vergelijking met de resultaten van SIEMS & LELE TE kunnen maken. Deze grafieken werden dan ook steeds aangevuld met de woorden "soft law zonder praktijktoets". Indien echter gebruik gemaakt werd van een grafiek waarin de softlaw resultaten wel verkregen werden door de toets aan de praktijk, dan werd de titel van de grafiek vervolledigd met de woorden "soft law met praktijktoets".

onafhankelijkheid van drie van hen, de instelling van een remuneratiecomité met een meerderheid van onafhankelijke bestuurders en het feit dat een Corporate Governancecode werd ingesteld. Het waren ook slechts deze aspecten die anno 2004 in aanmerking werden genomen in de figuur met praktijktoets.<sup>213</sup>



Figuur 2: Aandeelhoudersbescherming: vergelijking 6 landen (soft law met praktijktoets)

In de figuur 2 zonder praktijktoets kan een eindscore opgemerkt worden die 2,75 punten hoger ligt. Dit heeft te maken met hogere scores van ‘the law in the books’ in vergelijking met deze van ‘the law in action’. De letterlijke tekst van de Corporate Governancecode 2004 beveelt ook aan dat het percentage om de agenda van de algemene vergadering te bepalen en dus ook om een bijzondere algemene vergadering bijeen te laten roepen slechts 5 zou moeten zijn, dat zowel een remuneratie- als een auditcomité zou moeten ingesteld worden waarvan de meerderheid telkens uit onafhankelijke bestuurders bestaat en dat een disclosure van de remuneratie van CEO en niet-uitvoerende bestuurders moet gebeuren.<sup>214</sup> Praktijkstudies echter toonden aan dat op veel van deze topics een onvoldoende compliance-graad werd behaald om in de totaalscore te worden meegenomen.

Wat betreft de **totaalscores** in het algemeen, ziet men dat België anno 1970 ‘op kop’ stond en in 2005 op een gedeelde derde plaats eindigt.

België dankt deze oorspronkelijke pole position aan significant betere scores op het vlak van cumulatief stemrecht wegens het geldig verklaren ervan door de rechtsleer, het verplicht “openbaar” karakter van een overnamebod onder toezicht van de Bankcommissie en de

<sup>213</sup> Zie infra Bijlage anno 2005, p. 228 en volgende.

<sup>214</sup> Zie infra Bijlage anno 2005, p. 228 en volgende.

mechanismen in rechtspraak en rechtsleer opdat de minderheidsaandeelhouder controle en druk kan uitoefenen op de beslissingen van de meerderheid bijvoorbeeld via misbruik van meerderheid.<sup>215</sup>

Uiteraard is de hoogste totaalscore niet gelinkt aan het land dat het gunstigste investeringsklimaat aanbiedt.<sup>216</sup>

Vooreerst werd in deze studie enkel de aandeelhoudersbescherming gemeten. De investeerder is niet enkel een aandeelhouder. Onder verschillende andere hoedanigheden zoals notehouder, private equity-investeerder, obligatiehouder, enz. kan men ook de onderneming financieren. Regelen die ook deze groepen beschermen, werden in het onderzoek niet in aanmerking genomen.

Daarnaast moet men streven naar optimalisatie van het aandeelhoudersklimaat, niet noodzakelijk naar maximalisatie. Immers, teveel van dergelijke (eerder wetgevende) initiatieven kan ook de werking van de vennootschap niet verbeteren en zelfs verstoren. Excessieve monitoring van vennootschappen kan ook managementsinitiatieven schaden en efficiënte transacties hinderen. Ook brengt het geheel kosten met zich mee.<sup>217</sup>

Tot slot moet men ook de verschillende eigenheden in acht nemen met betrekking tot de verschillende landen. De nood aan aandeelhoudersbescherming kan verschillen ten gevolge van andere economische machtsverhoudingen (i.e. eigendomsstructuren) en wettelijke<sup>218</sup>, de afkomst uit de ene of de andere rechtsfamilie,<sup>219</sup> de ontwikkelingsgraad van de landen<sup>220</sup>, enz.

Over de gehele grafiek ziet men dat de wijzigingen zich niet voordoen onder de vorm van een rechte lijnige curve. Men kan eerder plateaus en hellingen opmerken. De eerste wijzen op het feit dat de wetgever lange tijd geen wetgevende initiatieven ten voordele van de aandeelhouder heeft uitgevaardigd (ofwel dat de voor de aandeelhoudersbescherming positieve initiatieven de negatieve hebben gecompenseerd). De pieken zijn meestal het gevolg van wetgeving waarin een bepaald topic volledig geregeld wordt ten voordele van een bepaalde doelgroep bijvoorbeeld de aandeelhouder. Als voorbeeld kunnen de wet van 5 december 1984<sup>221</sup> en de wet van 18 juli

---

<sup>215</sup> Zie infra bijlage anno 1970, p 136 en volgende.

<sup>216</sup> M. SIEMS & P. LELE, "Shareholder Protection: a leximetric approach", *Journal of Corporate Law Studies* 2007, 35-36, 18-19, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).

<sup>217</sup> V. G. BRUNO en S. CLAESSENS, "Corporate Governance and Regulation: Can There be too much of a Good Thing?", *ECGI - Finance Working Paper* 2009, [www.ssrn.com/abstract=956329](http://www.ssrn.com/abstract=956329). Zij bevinden dat het effect van stringente nationale wettelijke Corporate Governancevereisten neutraal of negatief is ten aanzien van vennootschapsprestaties.

<sup>218</sup> S. COOLS, "The real difference in corporate law between the United States and continental Europe: distribution of powers", *Delaware Journal of Corporate Law* 2005, 697-766, [www.ssrn.com/abstract=893941](http://www.ssrn.com/abstract=893941).

<sup>219</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, "Law and finance", *Journal of Political Economy* 1998, 1113 - 1155.

<sup>220</sup> M. SIEMS, "Shareholder Protection Around the World (Leximetrics II)", *CBR Working Paper* 2008, [www.ssrn.com/abstract=991092](http://www.ssrn.com/abstract=991092).

<sup>221</sup> Wet tot wijziging van de wetten op de handelsvennootschappen, gecoördineerd op 30 november 1935, *BS* 12 december 1984, 15612.

1991<sup>222</sup> gelden. Dalingen kunnen dan weer wijzen op de wens tot hogere flexibiliteit en het meer ondernemingsvriendelijker maken van het gereguleerde landschap.<sup>223</sup>

België kent in zijn verloop tot 2005 slechts twee beperkte dalingen.

De eerste situeert zich in **1973** en valt terug op wijzigingen in de scores van variabelen I.1.4. en I.1.7. Beiden werden veroorzaakt door de wetswijziging van artikel 70 W. Kh. I. De residuaire macht werd bij deze overgeheveld van de algemene vergadering naar de raad van bestuur waardoor de bevoegdheid wat betreft ‘de facto wijzigingen’ en ‘transacties waarbij bestuurders een persoonlijk belang hebben’ nu niet meer bij de algemene vergadering berust.<sup>224</sup>

In **1995** daarentegen is dit te wijten aan variabele II.3.3 m.b.t. stemrechtsbeperkingen daar de wetgever het mogelijk maakte om de stemrechtsuitoefening van de aandeelhouder te reguleren.<sup>225</sup>

De Belgische curve kent daarentegen wel meerdere stijgingen.

In **1984** bijvoorbeeld gaat België iets vooruit op het vlak van variabele I.14.1. De hoger aangegeven invulling van het door de bestuurders te respecteren vennootschapsbelang brengt België een half punt hoger dan begin jaren ‘70 aangezien de wetgever duidelijk niet enkel de belangen van de aandeelhouder noch specifiek deze van de stakeholder viseert.<sup>226</sup> Naast FRANCOIS<sup>227</sup> spreekt ook WYMEERSCH van de vermaatschappelijking van het ondernemingswezen. Verwijzend naar de toen nieuw ingevoerde regels m.b.t. de commissaris, stelt hij dat de toezichtsfunctie niet enkel een zaak is van de aandeelhouders. Ook op het vlak van de beoordeling treft hij deze tendens aan daar de bestuurders persoonlijk aansprakelijk kunnen worden gesteld zelfs indien ze door de aandeelhouders van aansprakelijkheid werden ontslagen.<sup>228</sup>

In het jaar **1986** gaat België erop vooruit ten gevolge van aanbevelingen van de Bankcommissie met betrekking tot neutraliteit bij overnames op basis van I.14.2.<sup>229</sup>

Anno **1991** heeft zijn stijging in de eerste plaats te danken aan een volgens FRANCOIS<sup>230</sup> sterk verstevigde positie van de minderheidsaandeelhouder (vooral sinds de wet van 18 juli 1991<sup>231</sup>)

---

<sup>222</sup> Wet van 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, 16516.

<sup>223</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Shareholder Protection: a leximetric approach”, *Journal of Corporate Law Studies* 2007, 33, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).

<sup>224</sup> Zie infra Bijlage anno 1973, variabelen I.1.7 en I.1.4, p. 169 en volgende.

<sup>225</sup> Zie infra Bijlage anno 1995, variabele II.3.3., p. 203 en volgende.

<sup>226</sup> Voor een toelichting over variabele I.14.1. zie supra p. 59 en volgende.

<sup>227</sup> A. FRANCOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht*, doctoraatsthesis Rechten aan de R.U. Gent, 7 september 1998, 48-55.

<sup>228</sup> E. WYMEERSCH, “De nieuwe voorschriften inzake vennootschapsinformatie evenals inzake commissaristoelichting in H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH (eds.) *Het nieuwe vennootschapsrecht na de wet van 5 december 1984*, Antwerpen, Kluwer, 1985, 76-77.

<sup>229</sup> Zie infra Bijlage anno 1986, variabele I.14.2., p. 182 en volgende.

binnen het door het bestuur te behartigen vennootschapsbelang. Daarnaast is ook de wetgevende innovatie van de minderheidsvordering in art. 66 Venn. W. een belangrijke factor. Deze stijgingen werden wel getemperd door het nieuwe artikel 74, §1, lid 2 Venn. W dat een blokkering van aandelen voorschrijft en de versoepeling van het verbod van stemrechtsbeperkingen.<sup>232</sup>

De wetwijzigingen in '93 stelden een volwaardig push-systeem wat betreft bijzondere informatie voor aandeelhouders bij fusie in en de nietigverklaringsvordering voor de aandeelhouder zonder minimumdrempels die de minderheidsaandeelhouder discrimineren.

In 1999 verhoogt de score opnieuw ten gevolge van de uitvaardiging van verschillende aanbevelingen zoals deze van het VBO over de werking en samenstelling van de raad van bestuur, de niet-uitvoerende bestuurders, de uitvoerende bestuurders en de verslagen<sup>233</sup>, deze van de CBF met betrekking tot informatie die de genoteerde vennootschappen zouden moeten verstrekken nopens hun "Corporate Governance"<sup>234</sup> en deze uit het Director's Charter van het Instituut van Bestuurders dat haar leden oproept om de daarin geformuleerde richtlijnen op te volgen.<sup>235</sup>

De stijging van 2002 hebben we ten slotte te danken aan het opheffen van de blokkeringsplicht in 563 W. Venn.<sup>236</sup> en de toename in 2005 werd hoger toegelicht.

Voor de individuele bespreking van de andere landen verwijs ik naar de paper van LELE & SIEMS.<sup>237</sup>

- Common law -civil law

Vervolgens worden de verschillen en gelijkenissen tussen **common law- en civil law** -landen bestudeerd. Daarvoor heb ik de gemiddelden van de totaalscores van de landen in een groep per jaar genomen en grafisch voorgesteld.

Onder de Duitse civil law-familie heb ik louter Duitsland begrepen. Tot de Franse civil law-groep werden België en Frankrijk gerekend en voor de Engelse common law-groep werden India, de VS, het VK en India samengenomen.

---

<sup>230</sup> A. FRANCOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht*, doctoraatsthesis Rechten aan de R.U. Gent, 7 september 1998, 48-55.

<sup>231</sup> Y. MERCHIERS, "De vennootschap: juridisch kader voor de onderneming in haar maatschappelijke dimensie", *TPR* 1988, 357, nr. 88.

<sup>232</sup> Zie infra Bijlage anno 1991, p. 190 en volgende.

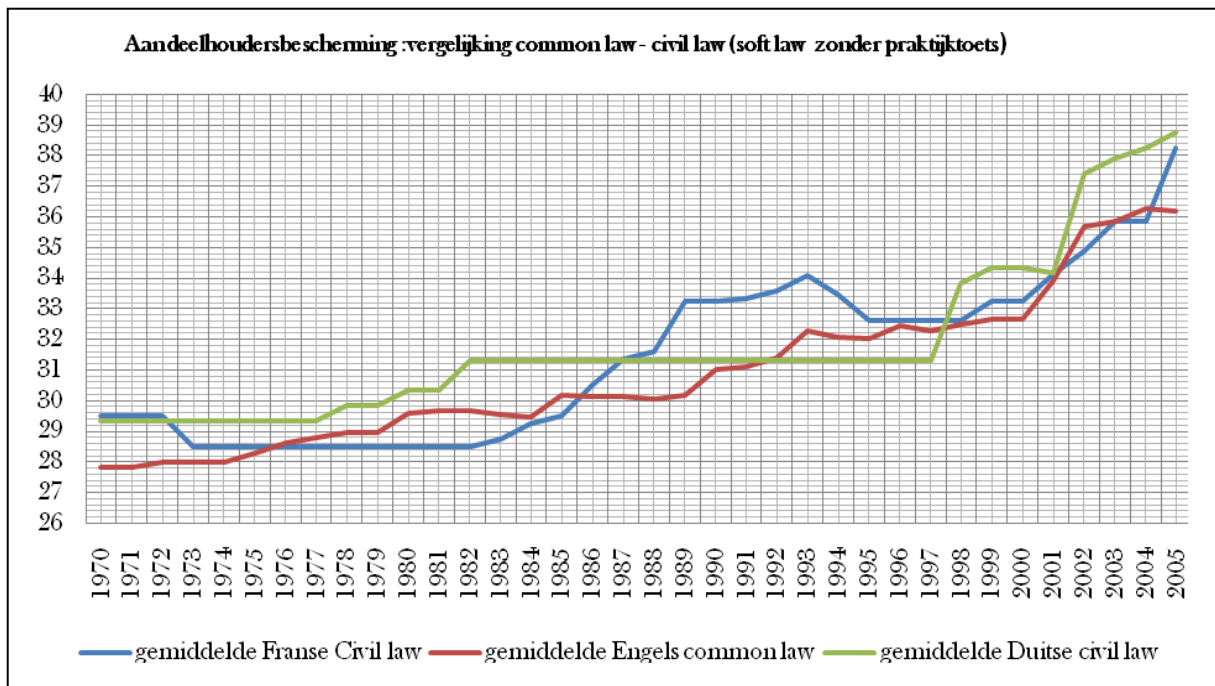
<sup>233</sup> VBO, "Code Corporate Governance", 1 januari 1998, 1-6, [www.ecgi.org/codes/documents/vbo\\_feb\\_nl.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/vbo_feb_nl.pdf).

<sup>234</sup> CBF, "Rapportering Corporate Governance", 18 november 1999, 1-6, [www.ecgi.org/codes/documents/cbf\\_dec1998\\_nl.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cbf_dec1998_nl.pdf).

<sup>235</sup> INSTITUUT VOOR BESTUURDERS, "Director's Charter", januari 2000, 1-7, [www.ecgi.org/codes/documents/fda\\_code\\_eng.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/fda_code_eng.pdf)

<sup>236</sup> Zie infra Bijlage anno 2002, p. 221 en volgende.

<sup>237</sup> M. SIEMS en P. LELE, "Shareholder Protection: a leximetric approach", *Journal of Corporate Law Studies* 2007, 27-29, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).



Figuur 3 Aandeelhoudersbescherming: vergelijking common law-civil law (soft law zonder praktijktoets)

De resultaten uit figuur 3 contrasteren volledig de resultaten van de LA PORTA-studie wat betreft het niveau van aandeelhoudersbescherming. Daar werd immers vooropgesteld dat common law-landen de sterkste bescherming zouden bieden op het vlak van aandeelhoudersbescherming en de Franse civil law-familie de slechtste.<sup>238</sup>

Mijn gegevens tonen echter aan dat de common law-groep slechts de hoogste bescherming bood tussen 1976-1986 en 2001-2004, daar waar ze ten tijde van de studie van LA PORTA et al. het niveau van de Franse en Duitse civil law-groepen slechts raken (1998-1999).

De Duitse civil law-familie heeft daarentegen meestal de hoogste scores, tenzij voor wat betreft de periodes '70-'73 en '88-98.

Er moet wel opgemerkt worden dat deze studie slechts zes landen in aanmerking neemt in tegenstelling tot LA PORTA et al. (die er 49 bestudeerden.<sup>239</sup>) Tevens is in deze studie een vertegenwoordiger van de Scandinavische rechtsfamilie afwezig en wordt de Duitse rechtsfamilie slechts vertegenwoordigd wordt door één land, namelijk Duitsland.

Anderzijds werden in deze studie maar liefst 60 variabelen gecodeerd, daar waar LA PORTA et al. slechts zes variabelen hadden.

Andere studies hebben echter ook reeds de hypothese van LA PORTA et al. onderuit gehaald.

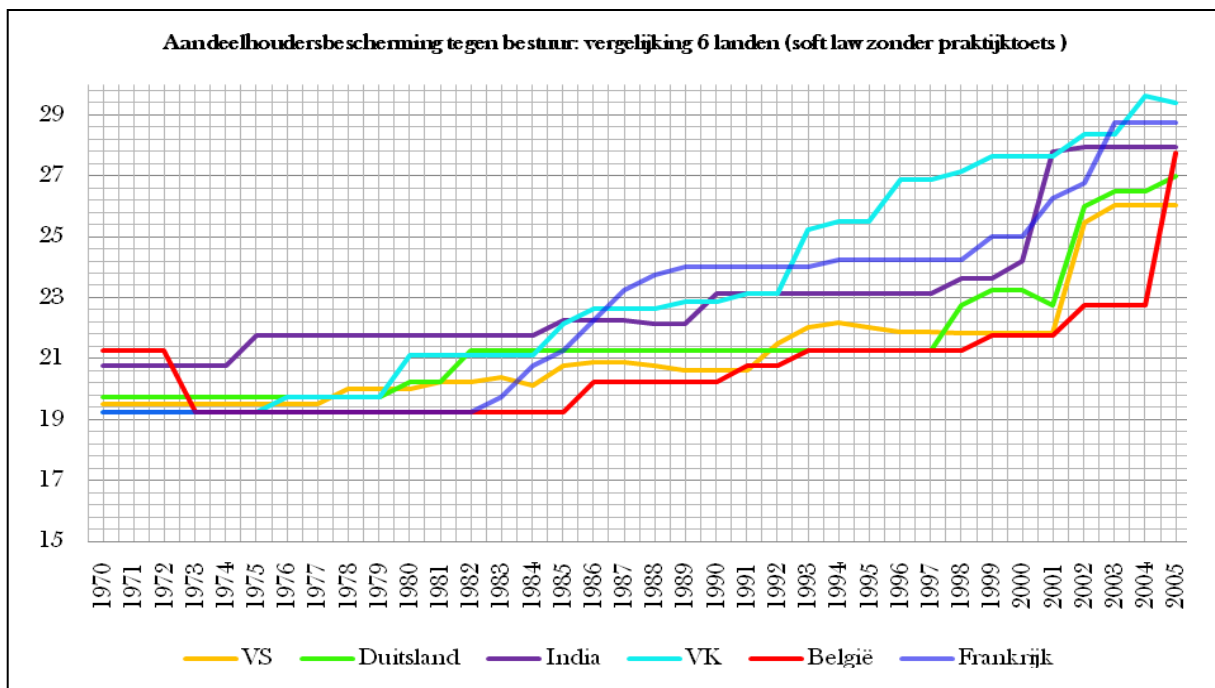
<sup>238</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, "Law and finance", *Journal of Political Economy* 1998, 1129.

<sup>239</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, "Law and finance", *Journal of Political Economy* 1998, 1151.

❖ Aandeelhoudersbeschermingsniveau voor aggregaten van gegroepeerde variabelen

Vervolgens, worden de curves bestudeerd die slechts een bepaalde groep variabelen bevatten. Deel I en deel II van de index worden afzonderlijk gegroepeerd en vertegenwoordigen enerzijds de bescherming tegen het bestuur en het management en anderzijds de bescherming tegen grootaandeelhouders.

- Bescherming tegen het bestuur



Figuur 4 Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur: vergelijking 6 landen (soft law zonder praktijktoets)

In figuur 4 kan opnieuw opgemerkt worden dat België op het vlak van de bescherming tegen het bestuur de algemene stijgende tendens volgt zoals in andere landen met een sterke convergentie naar het einde toe.

SIEMS & LELE pogen dit te verklaren met de stelling dat er een groter belang is van kapitaalmarkten dat leidt tot verspreid aandeelhouderschap en dat deze grotere aandeelhoudersbasis meer druk kan uitoefenen om de bescherming tegen bestuur en management te versterken.<sup>240</sup>

Deze stelling lijkt op het eerste zicht consistent te zijn met een studie van VAN DER ELST die aanwees dat het aandeel van de grootaandeelhouder over een periode van 1999 tot 2007 daalde voor België. Niettemin constateerde hij daarentegen ook dat de concentratie toenam voor het

<sup>240</sup> M. SIEMS en P. LELE, "Shareholder Protection: a leximetric approach", *Journal of Corporate Law Studies* 2007, 35, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).

VK en Spanje (en Frankrijk wanneer hij zowel nog in 2007 genoteerde en niet-genoteerden in aanmerking nam.<sup>241</sup>) VAN DER ELST stelt dat aandeelhouders uit verschillende landen anders kunnen reageren op nieuwe aandeelhoudersrechten.<sup>242</sup>

In een andere studie vindt hij ook na een grondig onderzoek van de evolutie van de aandeelhoudersblokken van verschillende types van aandeelhouders weinig of zelfs negatieve steun voor de law & finance-theorie.<sup>243</sup>

Persoonlijk dacht ik ter verklaring van deze opwaartse trend in de eerste plaats aan een stijging van het aantal actieve aandeelhouders. VAN DER ELST constateerde voor de periode tussen 1994 en 2003 een stijgende aandeelhoudersaanwezigheid ter algemene vergadering, maar zonder dat dit het vennootschapsbeleid effectief kon beïnvloeden.<sup>244</sup> In ander studie ziet hij ook dat het relatieve belang van de 'kleinere' aandeelhouders ten opzichte van dat van de grootaandeelhouder is gestegen in de periode van 1999-2007.<sup>245</sup> Van een echt activisme is dus geen sprake en aandeelhouders zullen dus geen hervormingen op vennootschapsrechtelijk vlak afgedwongen hebben. Daarnaast is echt aandeelhoudersactivisme in België nog maar een recent fenomeen. De VS daarentegen heeft een ware traditie op dit vlak, maar behoort dan weer niet tot de koplopers wat betreft aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur. Niettemin kan dit activisme er mogelijks toe geleid hebben dat aandeelhoudersbescherming tot een aandachtspunt is geworden van in de eerste plaats de agenda van beroepsverenigingen en in een tweede fase deze van het parlement.

Een plausibeler verklaring lijkt eerder incidentgedreven regulering te zijn gecombineerd met wat regulatory competition,<sup>246</sup> (dat nog versterkt wordt door de Europese arresten Centros<sup>247</sup> en Überseering<sup>248</sup>), en regulatory capture, waarbij met deze laatste term bedoeld wordt op een ruimer fenomeen dan het reguleren van de wetgever onder invloed van een sector of belangengroepen. Hiermee doel ik op alle regulerende initiatieven, ook deze van

---

<sup>241</sup> C. VAN DER ELST, "Shareholder mobility in five European Countries", 2008, 48-49, [www.ssrn.com/abstract=1123108](http://www.ssrn.com/abstract=1123108).

<sup>242</sup> C. VAN DER ELST, "Shareholder mobility in five European Countries", 2008, 48-49, [www.ssrn.com/abstract=1123108](http://www.ssrn.com/abstract=1123108).

<sup>243</sup> C. VAN DER ELST, "Law and Economics of Shareholder Rights and Ownership structures: How Trivial are Shareholder Rights for Shareholders?", 41, [www.ssrn.com/abstract=1553094](http://www.ssrn.com/abstract=1553094).

<sup>244</sup> C. VAN DER ELST, "Attendance of Shareholders and the Impact of Regulatory Corporate Governance Reforms: an empirical assessment of the Situation in Belgium", *European Business Organisation Law Review* 2004, 471-510.

<sup>245</sup> C. VAN DER ELST, "Shareholder mobility in five European Countries", 2008, 48-49, [www.ssrn.com/abstract=1123108](http://www.ssrn.com/abstract=1123108): Toch is de hoegrootheid van hun gecombineerde stemkracht nog veel lager dan dat van de grootste aandeelhouder.

<sup>246</sup> ARMOUR et al. poneren dit ook als een van de verklaringen voor de door hen bevonden afwezige correlatie tussen beursmarktevolutie en aandeelhoudersbescherming. J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS en A. SINGH, "Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis", 2010, 41, [www.ssrn.com/abstract=1094355](http://www.ssrn.com/abstract=1094355); ARMOUR heeft ook reeds in 2005 de kracht van regulatory competition aangehaald in het licht van de Europese zaken Centros en co. Hij argumenteerde dat de aanwezigheid van verschillende bestuursmodellen in de EU in combinatie met regulatory competition zullen resulteren in gespecialiseerde stelsels. Hij pleitte er dan ook voor dat het vennootschapsrechtelijke regulering zou blijven berusten bij de lidstaten daar de E.U. niet zeker zou kunnen zijn van één optimaal model.

<sup>247</sup> HvJ C-212/97, *Centros Ltd v. Erkhvers-og Selskabsssyrelsen*, *Jur.* 1999, I, 1459.

<sup>248</sup> HvJ 208/00, *Überseering BV v. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH*, *Jur.* 2000, I, 9919.



belangengroepen (zoals de aanbevelingen van het VBO of Guberna), die onder druk van de wereldwijde aandacht voor aandeelhoudersbescherming (tegen het bestuur) van investeerders en internationale organisaties zijn ontstaan.

Het is duidelijk dat het VK het voortouw neemt op het vlak van het verhogen van de aandeelhoudersbescherming, op de voet gevolgd door Frankrijk. Concrete regelen zijn in het VK tot stand gekomen via de Cadbury Code en het Cadbury Committee zelf werd opgericht als antwoord op verschillende schandalen in Engelse vennootschappen vanaf de late jaren '80 en vroege jaren '90 zoals Ferranti International PLC, Colorol Group, Pollypeck International PLC, Bank of Credit and Commerce International (BCCI) en Maxwell Communication Corporation. Daarbij werd steeds het Corporate Governancesysteem geïnterpreteerd als één der grote boosdoeners en dan voornamelijk een zwakke bestuurscontrole en het vestigen van controle in handen van één enkele CEO.<sup>249</sup> Ook het feit dat historisch gezien de uitvoerende bestuurders het bestuur domineerden, ligt hieraan ten grondslag.<sup>250</sup>

De daaropvolgende opklimmers op het vlak van aandeelhoudersbescherming van de andere landen kan als een wereldwijde kettingreactie gezien worden op verschillende financiële schandalen.<sup>251</sup> Daardoor werd het Corporate Governancedebat aangewakkerd en stelden internationale organisaties, beroepsverenigingen en door overheden ingestelde comités een hogere aandeelhoudersbeschermingsgraad (hoofdzakelijk tegen het bestuur) als optimaal voorop. Voorbeelden hiervan zijn onder meer de aanbevelingen van het Cadbury-committee, deze van de OECD in 1999 en vervolgens de aanbevelingen in de Europese Unie door de Wintercommissie in 2002.

Waar we in '91 in het VK een sterke stijging zien tengevolge van de Cadbury Code, zien we in België de stijgingen in de jaren 2000 door de code Lippens en aanbevelingen. In 2001 nam het beschermingsniveau toe in 2001 in de VS ten gevolge van de Sarbanes Oxley Act (SOX) en de Duitse stijging volgde in 2002 door de German Corporate Governance Code (Cromme).

Een algemene verklaring voor een de algemene stijgende aandeelhoudersbescherming is duidelijk nog veraf.

Een algemene ontwikkeling naar een verspreid aandeelhouderschap is het niet. Zaken zoals incidentgedreven regulering en regulatory capture verklaren voornamelijk de tendens na 1985.

---

<sup>249</sup> X, "Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Section 1.8)", 1 december 1992 in X, "Self-regulation Seen as the Way Forward", *Financial Times*, 28 mei 1992.

<sup>250</sup> J. DAHYA, J. J. MCCONNELL, N. G. TRAVLOS, "The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover", *Journal of Finance* 2001, 461.

<sup>251</sup> In Frankrijk kende we bijvoorbeeld de schandalen in the jaren '80 met betrekking tot Carrefour (1986), Société Generale (1988) en Pechiney (1988). In 1996 zaten reeds één vierde van de bestuurders van 40 van Franse topbedrijven onderzocht voor fraude en corruptie, o.m. die van Saint-Gobain, Bidermann, Bouygues, SNCF, Paribas, EDF, Auchan, GMF en Renault. X, "Corporate Governance in France and the UK: long-term perspectives on contemporary institutional arrangements", *Business History* 1999, 92.

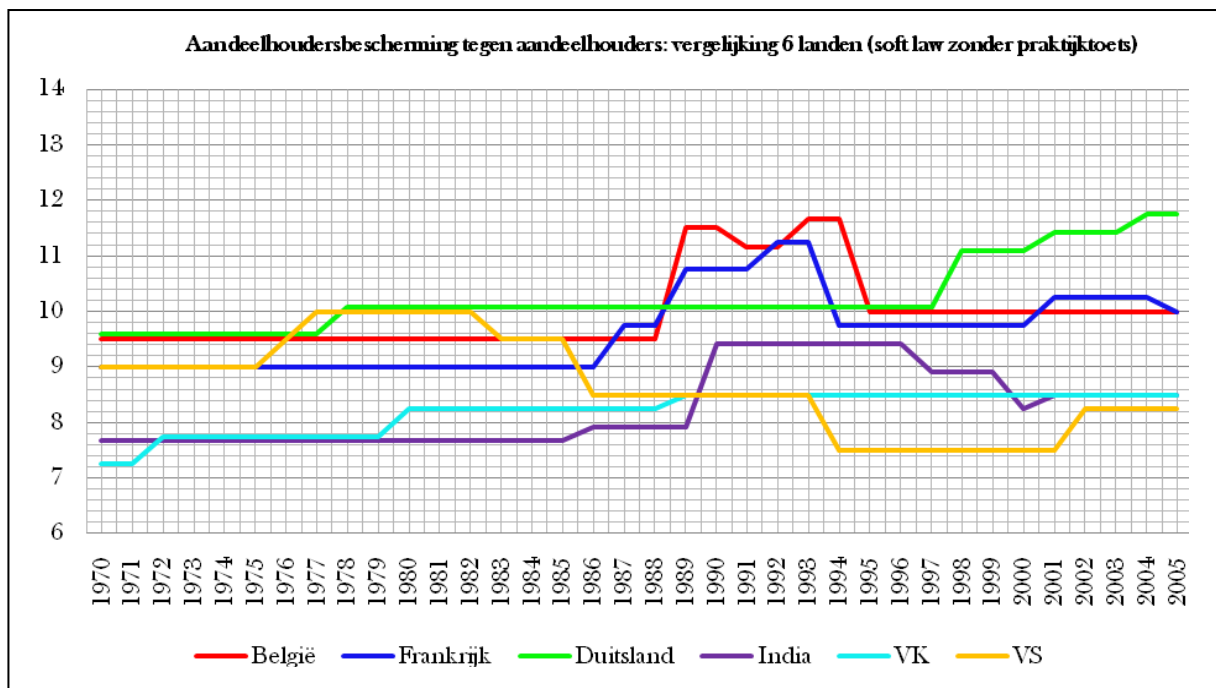
In de VS kenden we bijvoorbeeld ADELA, AOL, Dynegy, Enron, Xerox, Tyco, Worldcom, enz waarbij alles publiek werd bekend geraakt rond 2000-2002. zie [www.forbes.com/2002/07/25/accountingtracker.html](http://www.forbes.com/2002/07/25/accountingtracker.html)

Naast deze algemene stijgende tendens, kan ook een groepering worden waargenomen vanaf 1986 tot 2005 van het VK, Frankrijk en India met een hoger niveau van aandeelhoudersbescherming dan de groep van Duitsland, België en de VS.

We zien daarin geen patroon tussen common law en civil law, noch tussen verschillende rechtsfamilies (Engels, Frans en Duits), noch tussen de oorspronkelijke bestuursmodellen one tier-two tier en noch tussen het door ZETSCHE aangegeven onderscheid tussen expliciet-Europese en impliciet-Amerikaanse Corporate Governancemodel.<sup>252</sup>

- Bescherming tegen andere aandeelhouders

In figuur 5, die de overzicht geeft van de bescherming tegen andere aandeelhouders, kan, in tegenstelling tot bij figuur 4, geen significante stijging opgemerkt worden over 35 jaar. Ook België stijgt quasi niet met uitzondering van een korte piek tussen 1989 en 1995 in dezelfde periode waarin Frankrijk een piek kent.



Figuur 5 Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders: vergelijking 6 landen (soft law zonder praktijktoets)

<sup>252</sup>A. ZETSCHE, "An Ethical Theory of Corporate Governance History", *CBC-RPS* 2007,15-18. Het betreft het onderscheid tussen directe en indirect controle vanwege de aandeelhouder. ZETSCHE stelt het als volgt: "Explicit Systems of corporate control are based on *direct* influence of present shareholders - majority shareholders through board control, and minority shareholders by engaging in monitoring functions through shareholder meetings. In contrast, Implicit Systems of corporate control are predicated on the efficiency of the capital, product and labor markets. Shareholder influence is primarily exercised in a mediated, *indirect* way. For example, while the foundation of the French and German systems is an Explicit System of corporate control, an Implicit System of corporate control prevails in the Anglo-American countries. Moreover, it is maintained that the distinctive criteria has been far clearer in the past, while Western corporate law systems are generally converging towards an intermediate state, the golden mean, which is known as the 'hybrid system'."

Deze piek was te wijten aan wijzigingen op het vlak van openbare aanbiedingen waardoor een verplicht bod ontstond en een beperkte vorm van ‘appraisal rights’<sup>253</sup> gecreëerd wordt. Ook worden gelijktijdig transparantieplichten ingesteld wat betreft belangrijke deelnemingen.<sup>254</sup>

In tegenstelling tot bij figuur 4 zien SIEMS & LELE wel een verschil tussen landen met een verspreid en landen met een geconcentreerd aandeelhouderschap.<sup>255</sup>

Frankrijk, Duitsland en India<sup>256</sup> zouden hier volgens hen een hogere graad van bescherming bieden dan het VK en de VS. Dit vind ik een nogal ongenueanceerde stelling, daar vooreerst India enkel bij de koplopers hoort tussen 1990 en 1999. Voor de rest van de tijdsperiode leunen ze meer aan bij de common law-groep. In tweede instantie kijkt ook de VS af van deze stelling tussen 1970 en 1986. SIEMS en LELE blijven een verklaring hieromtrent schuldig.

De algemene verklaring van de auteurs is dat het gevaar op onderdrukking door de grootaandeelhouder groter is bij landen met een geconcentreerd aandeelhouderschap en dat de bescherming tegen de grootaandeelhouder ook noodzakelijker is hier.

De Belgische curve bevestigt deze bevinding. Ook België, een land met een geconcentreerd aandeelhouderschap,<sup>257</sup> behoort tot de groep met de hogere scores.

Toch verklaart deze stelling niet alles. De evoluties van de VS en India wekken ernstige vragen op. Hierna poog ik dan ook kort zelf deze afwijkingen te verklaren.

De **Verenigde Staten** bood vóór 1986 een even grote bescherming als de civiele groep. Haar curve daalde in '86 ten gevolge van de beperking van het mogelijk gebruik van de ‘quasi-appraisal’-oplossing (nl. enkel in geval van fraude, onfair handelen, verkeerde voorstelling, enz.).<sup>258</sup> Deze trend zette zich verder door versoepelingen in 1989 met betrekking tot de aansprakelijkheid van bestuurders voor schadevergoeding bij overtreding van de zorgvuldigheidsplicht. Men kan deze mogelijkheid uitsluiten in de statuten.<sup>259</sup> Vanaf '94 gaat het

---

<sup>253</sup> De typische “appraisal”-clausule geeft aandeelhouders de mogelijkheid om, indien ze zich distantiëren van een fusie, reorganisatie of verkoop van in wezen al de activa van de vennootschap, de uitdrukkelijke termen van een transactie goedgekeurd door de meerderheid af te wijzen en vergoeding te vragen van de vennootschap van de ‘fair value’ van hun aandelen zoals bepaald in een rechterlijk proces. J. G. SIDAK en S. E. WOODWARD, “Takeover premiums, appraisal rights and the price elasticity of a firm’s publicly traded stock”, 2002, [www.ssrn.com/abstract=314573](http://www.ssrn.com/abstract=314573).

<sup>254</sup> Zie infra Bijlage anno 1989, p. 184 en volgende; Bijlage anno 1991, p. 190 en volgende; Bijlage anno 1993, p.199 en volgende.

<sup>255</sup> M. SIEMS & P. LELE, “Shareholder Protection: a leximetric approach”, *Journal of Corporate Law Studies* 2007, 36, [www.ssrn.com/abstract=897479](http://www.ssrn.com/abstract=897479).

<sup>256</sup> T. KHANNA en K. PALEPU, “The Evolution of Concentrated Ownership in India Broad Patterns and a History of the Indian Software Industry”, *NBER Working Paper* 2004, 1-56, [www.ssrn.com/abstract=565166](http://www.ssrn.com/abstract=565166).

<sup>257</sup> C. VAN DER ELST, “Shareholder mobility in five European Countries”, 2008, 27-30, [www.ssrn.com/abstract=1123108](http://www.ssrn.com/abstract=1123108). Hij merkt wel een daling op tussen 1999 en 2007 van de iure controlerende aandeelhouders met meer dan 10%, maar stelt vast dat het aantal de facto controlerende aandeelhouders daarbij gestegen is. Nog steeds zijn we in België dus nog sterk verwijderd van een verspreid aandeelhouderschap.

<sup>258</sup> *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983); *Cede & Co. V. Technicolor, Inc.*, 634 1.2d 345 (Del. 1993).

<sup>259</sup> DGL, § 102 (b)(7); MBCA, §2.02(b)(4).

om beperkingen van het principe “one share one vote”, versoepelingen op het vlak van stemrechtsbeperkingen en meervoudig stemrecht.<sup>260</sup>

Een mogelijke verklaring voor deze flexibilisering zou er in kunnen bestaan dat de hogere bescherming van vóór 1986 er onrechtsstreeks is gekomen onder invloed van de New Deal-wetgeving en de daaropvolgende daling ingegeven werd door de dereguleringsbeweging en de Reaganomicsidee vanaf eind jaren '80. Deze laatste pleitte er immers voor dat minder overheidsregulering (waarbij men het voornamelijk gemunt had op de New Deal-interventie) de enige weg was naar een grotere economische groei.<sup>261</sup>

De kortstondige jump van **India** richting een hogere bescherming tegen de grootaandeelhouder is te wijten aan regels met betrekking tot een verplicht publiek bod bij de aankoop van 10% van de aandelen en door bekendmaking vanaf 5% deelneming in het kapitaal.<sup>262</sup> Deze afwijking kan niet verklaard worden door de legal origins-theorie en dus een algemene beïnvloeding door het VK. Immers de bescherming van het VK wijzigt in deze periode niet op het vlak van verplichte openbare biedingen in die periode en verscherpt enkel ten opzichte van de bekendmakingsplicht van belangrijke deelnemingen. Met betrekking tot openbare overnamebiedingen had het VK immers reeds langdurig de beschermingsgraad die India pas verkreeg in 1990.

Een mogelijke verklaring is misschien dat de minderheidsaandeelhouder in India sterke tegenmacht ondervond door het grootaandeelhouderschap dat tot 1991 voornamelijk in handen was van de staat. De privatisering en het terugtrekken van de staat uit de vennootschapseigendom, gekoppeld aan een economisch crisismoment, situeerde zich in de jaren '91<sup>263</sup> en kan dus de verklaring zijn voor de plotse stijging van de minderheidsaandeelhoudersbescherming. Dit laatste moet dan gelezen worden in combinatie met een verstevigd activisme van aandeelhouders, waar ook gehoor aan werd gegeven door de SEBI<sup>264</sup> en RBI<sup>265</sup>. Steun voor deze stelling meen ik te vinden in een onderzoek van ARMOUR en LELE waarin ze besluiten dat politieke economische verklaringen meer efficiënt lijken te zijn dan theorieën gebaseerd op de legal origins-hypothese voor India. Zij ondervonden dat de wetgevende initiatieven ingegeven door de SEBI en de RBI meer en meer de noden van het bedrijfsleven in aanmerking namen en dat het bedrijfsleven -tengevolge van de stijgende financiële ontwikkeling een bemoeienis vanwege investeerders hebben gestimuleerd.<sup>266</sup>

---

<sup>260</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Data from Paper: Shareholder protection, a leximetric approach”, 2007, India voetnoot 310 en 312, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/Shareholder%20protection%20index%20data%205%20countries.xls>.

<sup>261</sup> W.A. NISKANEN, “Reagonomics”, *The Concise Encyclopedia of Economics* 1988, <http://www.econlib.org/library/Enc1/Reagonomics.html>.

<sup>262</sup> M. SIEMS en P. LELE, “Data from Paper: Shareholder protection, a leximetric approach”, 2007, India voetnoot 392-392, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/Shareholder%20protection%20index%20data%205%20countries.xls>.

<sup>263</sup> S. K. MAJUMDAR, “Why privatize? The decline of public ownership in India and its impact on Industrial Performance”, 2006, 25-26, [www.ssrn.com/abstract=885432](http://www.ssrn.com/abstract=885432).

<sup>264</sup> SEBI staat voor Securities and Exchange Board of India en is in feite de tegenhanger van de Belgische CBFA.

<sup>265</sup> RBI staat voor Reserve Bank of India en is de Indische centrale Bank.

<sup>266</sup> J. ARMOUR en P. LELE, “Law, Finance and Politics: The case of India”, 23-36, [www.ssrn.com/abstract=1116608](http://www.ssrn.com/abstract=1116608).

De daling rond 2000 heeft enkel betrekking op het versoepelen van regelen m.b.t. het verbod van stemrechtbeperkingen.<sup>267</sup> Geen enkele Indische vennootschap heeft van deze optie gebruik gemaakt tijdens de periode van observatie (tot 2005). De eerste vennootschap was<sup>268</sup> Tata Motors in 2008.

## ii. Convergentie – Divergentie

In dit deel wordt de convergentie en divergentie tussen de Belgische bescherming en die van de andere vijf landen onderzocht. Daarbij wordt eerst een hypothese gebaseerd op de legal origins-claim vooropgesteld. Daarna wordt deze hypothese getoetst door achtereenvolgens de volledige aandeelhoudersbescherming, de bescherming tegen het bestuur en de bescherming tegen andere aandeelhouders van de verschillende landen te toetsen op hun convergentie met de Belgische bescherming. Om bepaalde stellingen te staven wordt ook teruggegrepen naar de convergentie van andere landen (waaronder India en Frankrijk) ten opzichte van de resterende landen (waaronder dan ook België). Vervolgens worden de bevindingen op grond van al deze grafieken in een klein hoofdstukje samen toegelicht. Tot slot wordt ook de totale convergentie bestudeerd om na te gaan welk rechtstelsel het meest mainstream is.

### ❖ Hypothese: België als legal transplant van Frankrijk?

Wat opvalt aan de hoger weergegeven totaalgrafiek (fig. 2), is dat het patroon van België heel sterk aanleunt bij de evolutie van Frankrijk. Niettegenstaande het Franse

---

<sup>267</sup> Met als motief het dwarsboven van vijandige overnamebiedingen heft men in plaats van de regel dat vennootschappen hun bestaande stemrechtsbeperkingen mogen handhaven, Section 86 van de Companies Act ingevoerd dat aandelen met verschillend recht toelaat onder 9 voorwaarden: "Every company limited by shares may issue shares with differential rights as to dividend, voting or otherwise, if: 1. it has distributable profits in terms of Section 205 of the Companies Act, 1956 for three financial years preceding the year in which it was decided to issue such shares; 2. it has not defaulted in filing annual accounts and annual returns for three financial years immediately preceding the financial year in which it was decided to issue such share; 3. it has not failed to repay its deposits or interest thereon on due date or redeem its debentures on due date or pay dividend; 4. its Articles of Association authorize the issue of shares with differential voting rights; 5. it has not been convicted of any offence arising under, Securities Exchange Board of India Act, 1992, Securities Contracts (Regulation) Act, 1956, Foreign Exchange Management Act, 1999; 6. it has not defaulted in meeting investors' grievances; 7. it has obtained the approval of shareholders in the General Meeting by passing a resolution as required under Section 94 (1) (a) read with Section 94 (2) of the Companies Act; 8. it has obtained approval of shareholders through Postal Ballot if it is a listed public company; 9. the notice of the meeting at which resolution is proposed to be passed is accompanied by an explanatory statement stating: (a) the rate of voting rights which the equity share capital with differential voting rights shall carry; (b) the scale or in proportion to which the voting rights of such class or type of shares will vary; (c) the company shall not convert its equity capital with voting rights into equity share capital with differential voting rights and the shares with differential voting rights into equity share capital with voting rights; (d) the shares with differential voting rights shall not exceed 25% of the total share capital issued; (e) that a member of the company holding any equity share with differential voting rights shall be entitled to bonus shares, right shares of the same class; (f) the holders of the equity shares with differential voting rights shall enjoy all others rights to which the holder is entitled to excepting right to vote as indicated in (a) above."

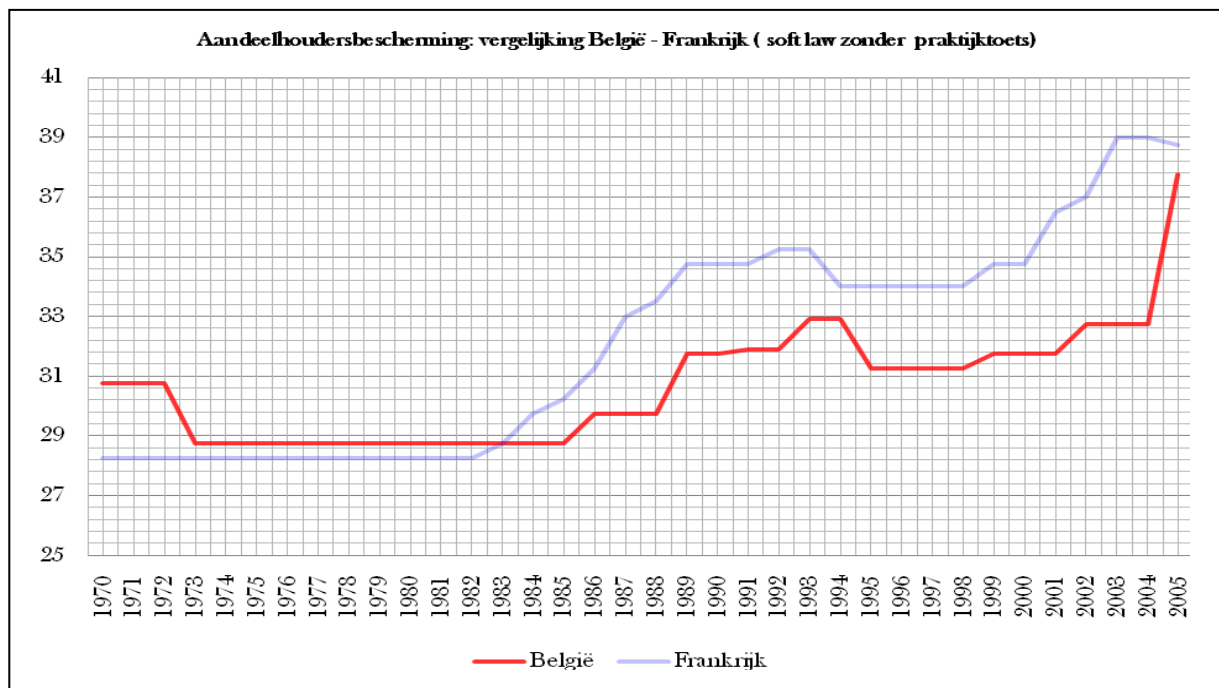
<sup>268</sup> S. HAMSINI AMRITHA, "Differential voting rights", *The Hindu Business Online* 2008, <http://www.thehindubusinessline.com/iw/2008/10/05/stories/2008100550501300.htm>

aandeelhoudersbeschermingsniveau vanaf 1983 sterk hoger ligt dan dat van België, valt het toch op dat de Franse curve dezelfde opwaartse of neerwaartse evoluties ondergaat.

Dit gelijklopend patroon zien we niet bij Engeland, noch bij Duitsland, waardoor op het eerste zicht de verklaring van “Europese invloed” kan worden uitgesloten.<sup>269</sup>

In figuur 6 heb ik dan ook de twee curves uit de totaalgrafiek (fig. 2) gedestilleerd.

De oorzaken van de gewijzigde aandeelhoudersbescherming liggen onder meer in '94 voor Frankrijk en in '95 voor België in het invoeren van de uitkoopregeling bij wet. Andere elementen die aan deze daling ten grondslag zijn verschillend voor de twee landen.



Figuur 6 Aandeelhoudersbescherming: vergelijking België - Frankrijk (soft law zonder praktijktoets)

De stijging in de periode tussen '84 tot '91 vindt onder meer haar oorzaak in een gelijke wetswijzigingen met betrekking tot de transparantie van belangrijke deelnemingen, het uitstaprecht bij geschillen, het verplicht bod bij aankoop van bepaalde percentages en de neutraliteit bij overnames. Daarnaast zijn opnieuw ook stijgingen te wijten aan wijzigingen die verschillend zijn voor de twee landen.

Opvallend is wel dat België enkel met betrekking tot de neutraliteit bij overnames het voortouw nam. Wat betreft de andere topics was ofwel Frankrijk een stapje voor of werd dit gelijktijdig geïmplementeerd. Een concrete Europese richtlijn was hier nog niet aan de orde.

<sup>269</sup> Voor een studie van de verhouding tussen de common law-landen op basis van de in deze studie gebruikte index, zie M. SIEMS en P. LELE, “Diversity in Shareholder Protection in Common Law Countries”, 2007, 1-7, [www.ssrn.com/abstract=988409](http://www.ssrn.com/abstract=988409).

Dit gelijklopend patroon zou kunnen gebaseerd zijn op het feit dat België deel uitmaakt van de zogenaamde Franse civiele rechtsfamilie, waarbij Frankrijk sinds de Franse revolutie nog steeds zijn legal transplant zou beïnvloeden.

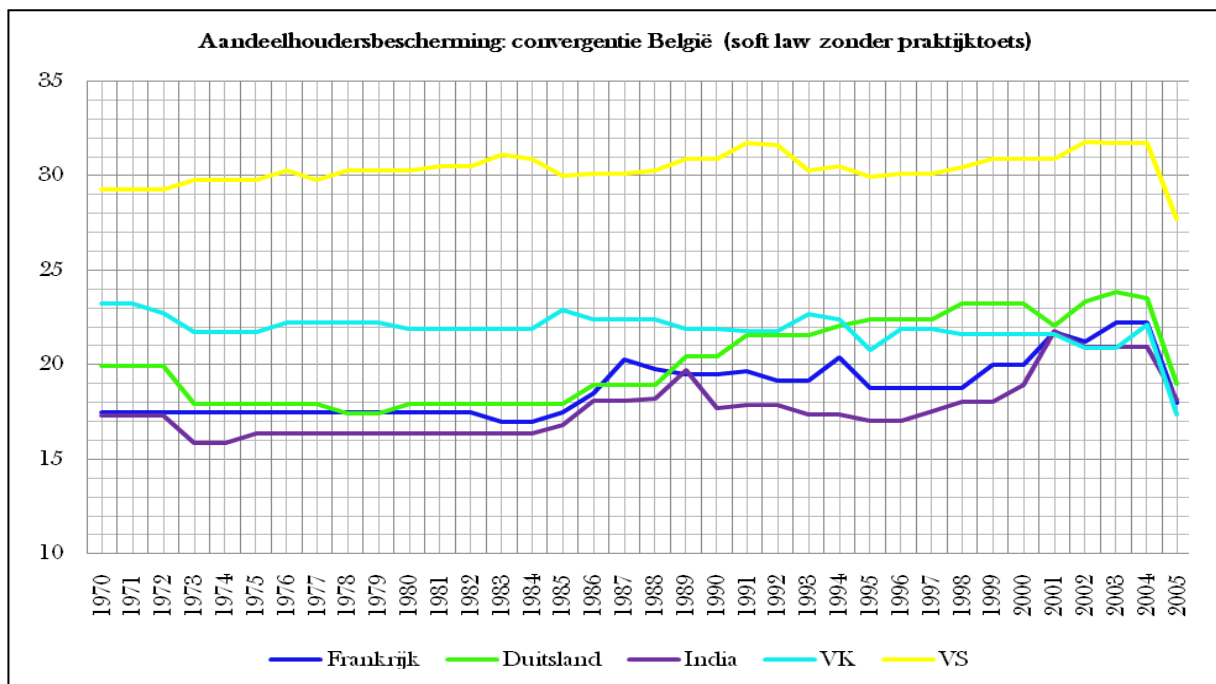
❖ *Toets Convergentie: volledige aandeelhoudersbescherming*

Niettemin staande de hoger visueel zichtbaar gelijklopende curves van Frankrijk en België, is dit niettemin niet de correcte manier om de convergentie tussen landen te berekenen.

Het is perfect mogelijk dat verschillende scores op verschillende variabelen leiden tot een gelijke totaalscore.

Om de echte trend van convergentie en divergentie bloot te leggen met de Belgische aandeelhoudersbeschermingsmaatregelen, moet men per variabele per jaar het absolute verschil nemen tussen de waarde toegekend aan een land en de waarde toegekend aan België. Alle absolute verschillen moeten dan dan per jaar worden samengeteld en opnieuw in een longitudinale grafiek worden voorgesteld. Hoe hoger de score is, hoe groter het verschil per variabele per jaar ten opzichte van hier *in casu* de Belgische rechtsregels. Hoe lager de score, hoe dichter de scores per variabele per jaar bij elkaar aanleunen en dus hoe groter de convergentie tussen de landen op het vlak van aandeelhoudersbescherming is.

Figuur 7 geeft de convergentie weer ten opzichte van België met betrekking tot de totale aandeelhoudersbescherming.



Figuur 7 Aandeelhoudersbescherming: convergentie België (soft law zonder praktijktoets)

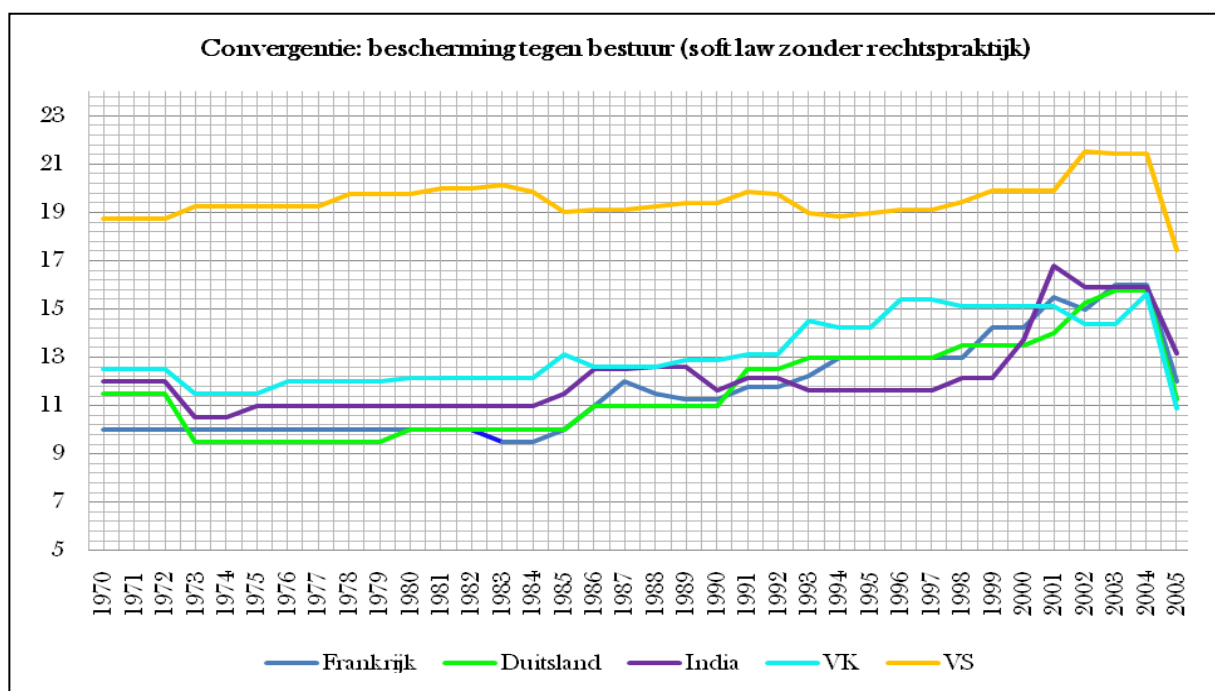
Daarin zien we in de eerste plaats een sterk gelijklopend karakter met de Franse regelen.

Daarnaast is het opvallend en op het eerste zicht zeer bevreemdend dat de Indische bescherming nog sterker aanleunt bij de Belgische. Dit fenomeen staat haaks op de legal origins-veronderstellingen met betrekking tot de rechtsfamilies aangezien België behoort tot de Franse civil law- en India tot de Engelse common law-familie. India is immers een Engelse “legal transplant” ten gevolge van de Britse kolonisatie vanaf midden 19<sup>e</sup> eeuw tot en met de 1<sup>e</sup> helft van de 20<sup>e</sup> eeuw.

Een andere studie van LELE en SIEMS toonde echter reeds aan dat veel vragen mogen gesteld worden bij de classificatie van de Engelse legal origin-landen in eenzelfde groep. Zij toonden aan dat India opvallend hogere scores haalt op het vlak van publieke controle en dwingende rechtsnormen dan het VK en de VS en het minst wijzigt ten gevolge van rechtspraak,<sup>270</sup> kenmerken die normalerwijze meer gekleefd worden bij de civil law-groep.

❖ *Toets Convergentie: bescherming tegen bestuur en tegen aandeelhouders*

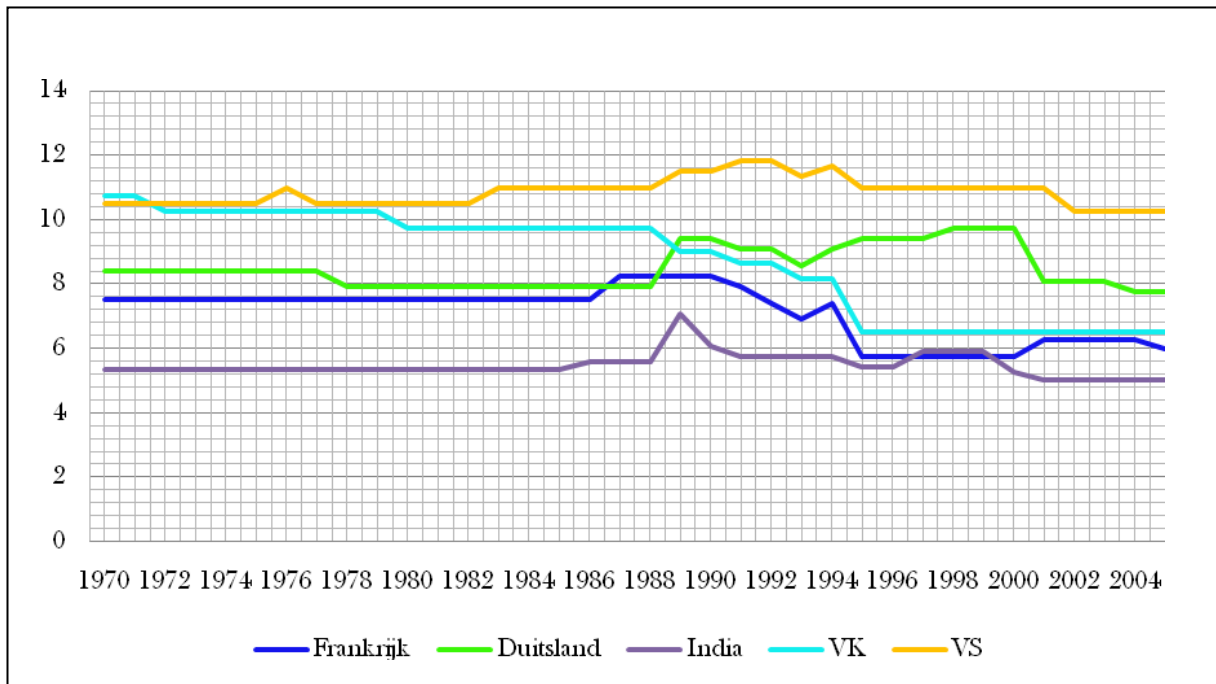
Om deze verbanden verder te onderzoeken, maken we een onderscheid tussen de convergentie op het vlak van de bescherming tegen het bestuur (figuur 8) en deze op het vlak van de bescherming tegen andere aandeelhouders (figuur 9).



Figuur 8 Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur: convergentie België (soft law zonder praktijktoets)

<sup>270</sup> P. LELE en M. SIEMS, “Diversity in Shareholder Protection in Common Law Countries”, 2007, 6, [www.ssrn.com/abstract=988409](http://www.ssrn.com/abstract=988409).





Figuur 9 Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders: convergentie België (soft law zonder praktijktoets)

We zien dat India niet de meest convergerende regels heeft op het vlak van bescherming tegen het bestuur, maar zonder twijfel wel bij de bescherming tegen aandeelhouders.

Bij de **bescherming tegen het bestuur** (figuur 8) sluit België het meest aan bij Frankrijk en Duitsland tot ongeveer 1993. Vanaf dan zijn de Indische regels het meest gelijklopend tot de periode 2000. Daarna gaat België meer richting Duitsland en ten slotte neigt ze naar het einde van 2005 het meest naar het VK toe. Het is ook opmerkelijk dat een enorme convergentie zich voordoet eind 2005. Dit heeft uiteraard alles te maken met de Belgische Corporate Governancecode die dat jaar in werking trad.

Bij het bestuderen van het verloop van de curves in figuur 9, is het duidelijk dat België wat betreft de **bescherming tegen de aandeelhouders**, met uitzondering van een korte periode tussen 1997 en 1999, het dichtst aanleunt bij de Indische bescherming tegen aandeelhouders. België zoektze vanaf eind de jaren '80 ook een toenadering tot de Engelse en Franse regels.

In beide figuren (8 en 9) blijft België het verst verwijderd van de Verenigde Staten.

#### ❖ Toets Convergentie: verklaringen

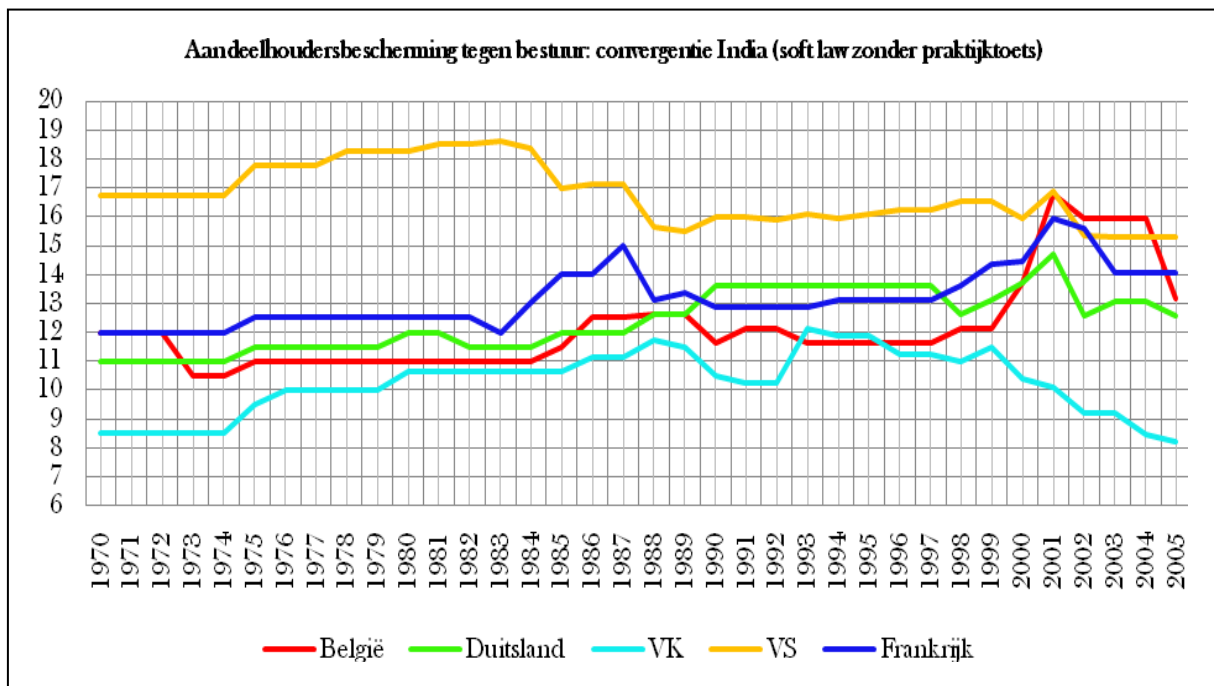
Om vervolgens over te gaan tot een redelijke verklaring voor deze drie convergentiecurves kan gesteld worden dat de convergentie van België in de totaalcurve met India (figuur 7) voornamelijk te wijten is aan een sterke convergentie op het vlak van bescherming **tegen grootaandeelhouders**. (zie figuur 9) De convergentie van België in figuur 9 is het sterkst met

maatregelen uit landen met een verspreid aandeelhouderschap. Dit lijkt consistent te zijn met de hoger vermelde stelling dat aandeelhoudersbescherming tegen de aandeelhouders het hoogst is bij landen met een verspreid aandeelhouderschap.<sup>271</sup> Een uitzondering geldt wel voor de Engelse curve vanaf eind jaren '90. De Belgische regels leunen plots beter aan bij de Engelse, hoewel dit land een verspreid aandeelhouderschap heeft. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat het Engelse recht als meer mainstream kan gezien worden, daar ze zowel aanleunt bij de Europese familie als de common law-familie. Dit wordt verder ook nog aangetoond in een algemene convergentiegrafiek.<sup>272</sup>

Voor wat betreft de bescherming **tegen het bestuur** leunt België duidelijk beter aan bij maatregelen van alle 'Europese' landen. (figuur 8)

De gelijkenis met de regels uit India wijst volgens mij op het feit dat het Indische recht (als legal transplant van het VK) sterk aanleunt bij het Engelse recht.

Om deze laatste stelling te staven heb ik de convergentie van de Indische aandeelhoudersbescherming onderzocht ten opzichte van die van andere landen, maar enkel op het vlak van de variabelen die de bescherming tegen het bestuur meten. De resultaten in figuur 10 bevestigen de gelijkenis met het Engelse recht. (Wat betreft de bescherming tegen aandeelhouders is dit niet zo. Daar leunen de Indische regels hoofzakelijk aan bij de Franse.)



Figuur 10 Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur: convergentie India (soft law zonder praktijktoets)

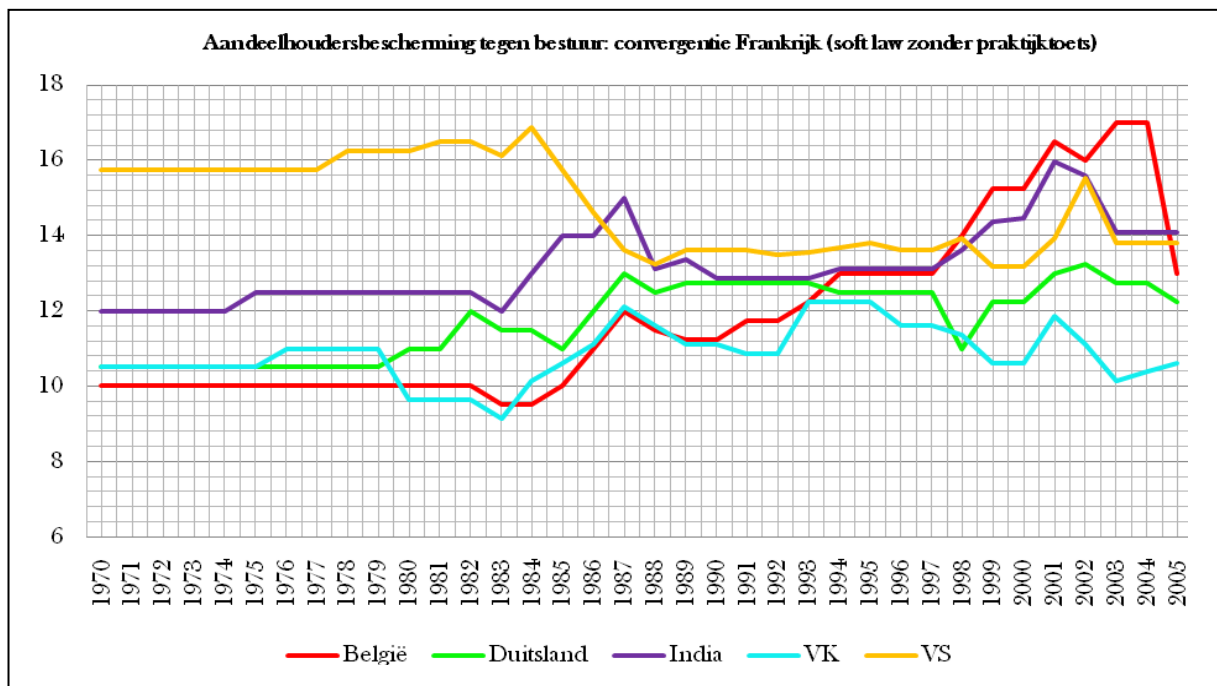
<sup>271</sup> Zie supra p. 74 en volgende.

<sup>272</sup> Zie infra p. 83 en volgende.

Tot slot kom ik nog terug op de hoger aangegeven resultaten waarbij India, het VK en Frankrijk hogere scores genereren sinds de jaren '86 - '87 op het vlak van bescherming tegen het bestuur en management. Daar konden noch SIEMS & LELE, noch ikzelf een allesomvattende verklaring voor geven.<sup>273</sup>

Een laatste piste die men op basis van deze studie zouden kunnen ingaan, zou zijn dat Frankrijk, gestuwd door de klaarblijkelijke vraag naar hogere aandeelhoudersbescherming, het Engelse model als toonaangevend ziet op het vlak van bescherming tegen het bestuur, aangezien ze in een Europese context dicht bij elkaar staan. Een voorbeeld van deze beïnvloeding zou men kunnen vinden in het feit dat Frankrijk haar one-tier model opgaf voor een driedelige keuze in de Franse Wet Nieuwe Economische Regulering van 2001.

Om deze stelling te staven, heb ik ook de convergentie onderzocht van de Franse aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur ten opzichte van de andere landen.



Figuur 11 Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur: convergentie Frankrijk (soft law zonder praktijktoets)

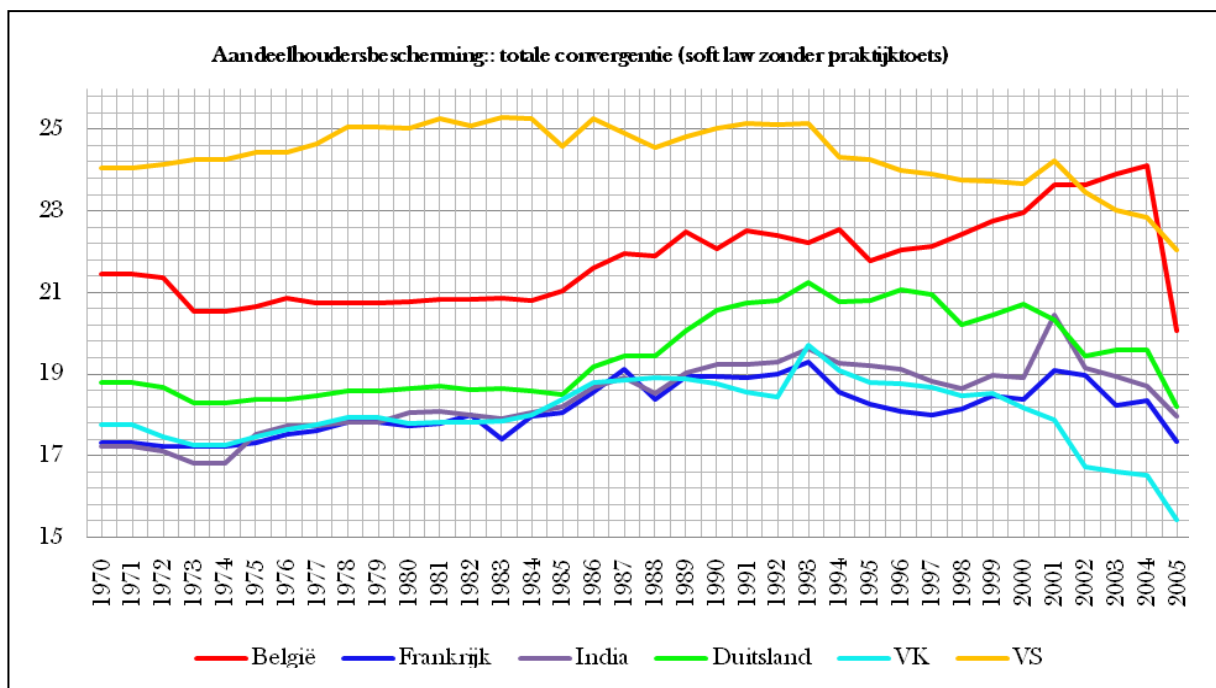
De resultaten uit figuur 11 geven aan dat de convergentie van de Franse regelen vanaf eind de jaren '80 het grootst is met Engeland en bevestigen dus de samenhang met het Engelse rechtsstelsel vanaf 1986-'87. Ook de hoger geconstrueerde toelichting bij de

<sup>273</sup> De hypothese geopperd door SIEMS en LELE was reeds weerlegd door VAN DER ELST. Mijn stelling met betrekking tot regulatory capture, regulatory competition en incidentgedreven wetgeving kon slechts de evolutie verduidelijken na 1986. De groep van het VK, Frankrijk en India -die een iets hogere bescherming biedt dan de andere landen- kon ik tot nu toe nog niet verklaren. (Voor de volledige toelichting zie supra p. 71 e.v.)

aandeelhoudersbeschermingsgraad tegen het bestuur zou kunnen wijzen op invloed vanuit de Engelse contreien.<sup>274</sup>

❖ Totale Convergentie

Tot slot wordt in dit deel nagegaan welk land het meest mainstream is en dus gemiddeld het minst afwijkt van de variabelen van andere landen per jaar. Daarvoor heb ik het gemiddelde van alle convergentiescores van één land ten opzichte van de andere landen per jaar in een curve gezet. Vervolgens werden alle curves van alle landen in één grafiek samengeplaatst. Elke curve toont aan hoe sterk de maatregelen van dat land gemiddeld afwijken van deze van andere landen over een tijdspanne van 35 jaar. De regel is: hoe hoger de score van een land is, hoe minder mainstream diens beschermingsregelen zijn.

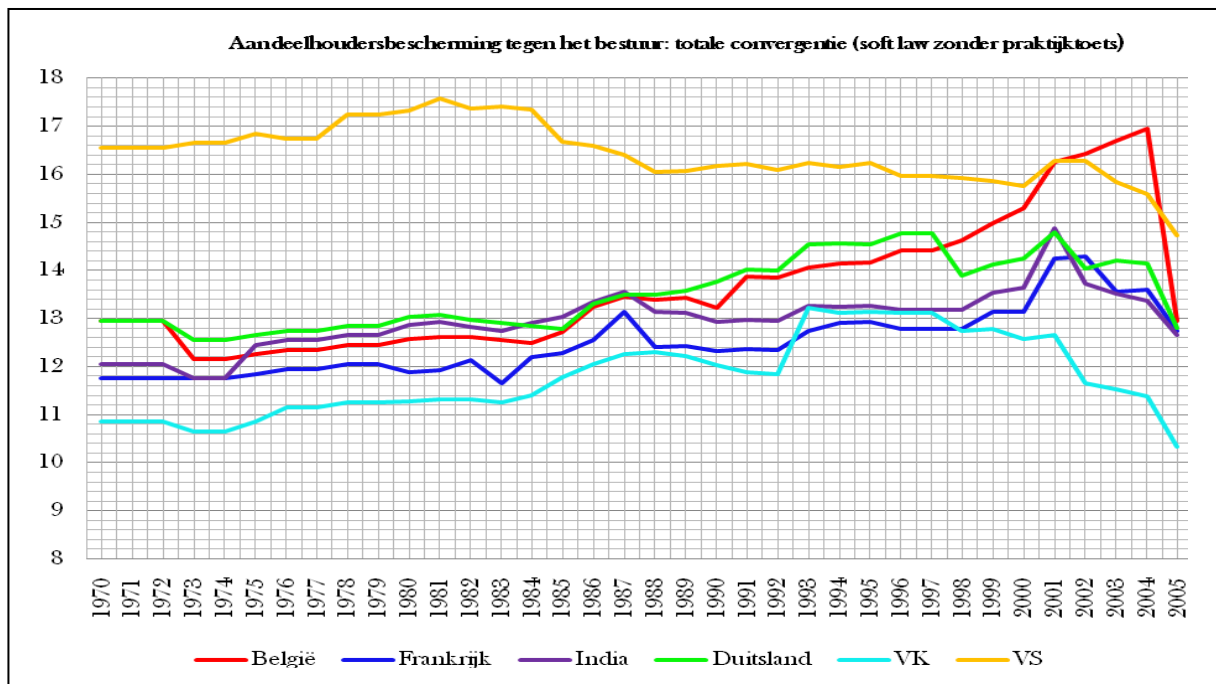


Figuur 12 Aandeelhoudersbescherming: totale convergentie (soft law zonder praktijktoets)

In figuur 12 wordt de algemene convergentiegrafiek weergegeven op het vlak van de totale aandeelhouderbescherming. Daar kan in de eerste plaats opgemerkt worden dat het Engelse recht het dichtst aansluit bij de maatregelen van de andere landen en dat het Amerikaanse recht het meest afwijkt van dat van de anderen.

<sup>274</sup> Ik verdedig de stelling dat de stijgende trend na 1985 op het vlak van bescherming tegen het bestuur te wijten is aan regulatory capture, regulatory competition en incidentgedreven wetgeving. De bevinding dat het Franse recht sterk aansluit bij het Engelse recht zou deze stelling kunnen bevestigen daar Engeland het eerst geconfronteerd werd met een golf van financiële schandalen en het eerst op de proppen kwam met aanbevelingen.

Om een eventueel onderscheid te zien met de categorieën aandeelhoudersbescherming, heb ik deze globale convergentie toegepast op deel I en deel II van de index.



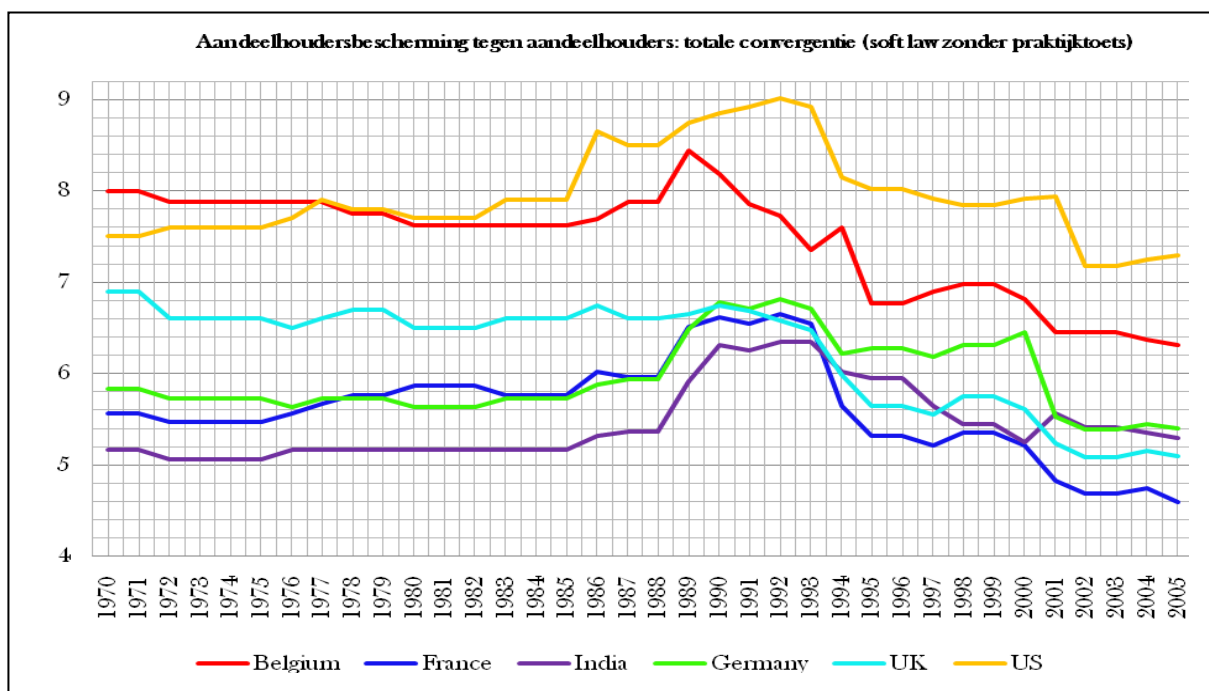
Figuur 13 Aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur: totale convergentie (soft law zonder praktijktoets)

Figuur 13 geeft de totale convergentie weer met betrekking tot de bescherming tegen het bestuur. De grafiek geeft duidelijk aan dat het wederom het VK is die de meest gelijklopende regulering heeft met deze van de andere landen.

Hoger argumenteerde ik dat de hoge aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur van het VK, India en Frankrijk misschien afhankelijk kon zijn van Engelse beïnvloeding als initiator van incidentgedreven wetgeving, regulatory capture en regulatory competition.<sup>275</sup> Het mainstream-karakter van de VS bij de bescherming tegen het bestuur zou deze stelling kunnen bevestigen.

In tegenstelling tot SIEMS en LELE die eerder pleiten voor een veramerikanisering denk ik hier - althans voor de bescherming tegen het bestuur - aan een verengelsing van de aandeelhoudersbescherming.

<sup>275</sup> Zie supra p. 71 en volgende.



Figuur 14 Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders: totale convergentie (soft law zonder praktijktoets)

Kijken we daarnaast naar de figuur met betrekking tot bescherming tegen de aandeelhouders, dan zien we duidelijk dat de zaken hier anders liggen. Hier lijkt India het meest mainstream te zijn tot eind de jaren '90 en daarna Frankrijk.

### iii. Besluit

Hierna worden kort de belangrijkste bevindingen uit deel A van de studie op een rijtje gezet. Eerst geef ik een synthese van de resultaten en verklaren met betrekking tot het aandeelhoudersbeschermingsniveau. Daarna wordt een overzicht gegeven van de bevindingen op grond van de convergentiegrafieken. Tot slot wordt op basis hiervan een algemene conclusie geformuleerd.

#### ❖ Aandeelhoudersbeschermingsniveau

- Ten opzichte van het bestuur

Hoger werd reeds opgemerkt dat een mogelijke verklaring van de hogere aandeelhoudersbescherming ten opzichte van het bestuur tussen India, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk te verklaren zou zijn door enerzijds de invloed van legal origin ten opzichte van India en anderzijds de opeenvolgende schandalen in het VK en Frankrijk waardoor een hogere bescherming tegen het bestuur op de agenda werd gezet, regulatory

capture en regulatory competition.

De klassieke onderverdelingen boden hier geen soelaas.

Volgens mij heeft het VK hier wel als maatstaf gediend voor de Corporate Governancerealiserings in de andere landen. Uit de convergentiegrafiek van Frankrijk bleek ook duidelijk dat de Engelse regels het dichtst bij de hare aanleunden en in de totale convergentiegrafiek met betrekking tot dit deel van de bescherming kwam ook opnieuw het VK als meest mainstream naar voor.

De voorkeur voor het VK zou kunnen voortvloeien uit het feit dat, indien de stimulans tot hogere aandeelhouderbescherming afkomstig is vanuit de markt, men ook eerder de principes van een land met een sterke marktontwikkeling (zoals het VK of de VS) als standaard gaat prefereren.<sup>276</sup> Daar het VK aan deze eigenschappen voldoet en tevens lid is van de EU kan dit haar leidende rol verklaren.

Om de stelling van beïnvloeding van India door het VK te ondersteunen op het vlak van de bescherming tegen het bestuur, heb ik de convergentie bekeken van India ten opzichte van de andere landen. De resultaten bevestigden deze hypothese. Er is wel geen grootste convergentie met het VK voor wat betreft de bescherming tegen de aandeelhouders; daar heeft men regels die het best aansluiten bij de Franse. De legal origins-claim voor India kan dus enkel nog gehandhaafd worden voor deel I van de index.

- *Ten opzichte van de grootaandeelhouders*

De hogere aandeelhoudersbescherming tegen de aandeelhouders van Frankrijk, Duitsland, België en India (vanaf '91) is daarentegen volgens mij eerder te wijten aan het verspreid aandeelhouderschap dat deze landen gemeen hebben.

De afwijking van India meen ik te verklaren via de liberalisering van het vennootschapsrechtelijke landschap in die periode.

De Amerikaanse uitschieter vóór '86 kan misschien gelinkt worden aan het klimaat ten gevolge van de New Deal-wetgeving dat door de Reaganomics en dereguleringsbeweging vanaf midden jaren '80 gecounterd werd en mogelijks de forse daling in aandeelhoudersbescherming met zich mee heeft gebracht.

---

<sup>276</sup> E. WYMEERSCH, "The Corporate Governance 'Codes of Conduct' between state and private law", *WPS FLI* 2007, 30, [www.ssrn.com/abstract=931100](http://www.ssrn.com/abstract=931100).

❖ Convergentie op het vlak van aandeelhouderbescherming

De convergentie van de Belgische maatregelen met die van andere landen is voor wat betreft de bescherming tegen het *bestuur* groter met die van Europese landen en India.

Voor wat betreft bescherming tegen *andere aandeelhouders* zien we hoofdzakelijk convergentie met de landen die een verspreid aandeelhouderschap hebben en naar het einde toe ook met het VK.

Uit de laatste grafieken wordt duidelijk dat het VK het meest *mainstream* is op het vlak van bescherming tegen het bestuur, daar waar India en Frankrijk deze positie bekleden op het vlak van bescherming tegen de andere aandeelhouders.

Algemeen kan ook een sterke convergentie van alle rechtssystemen naar het einde toe worden waargenomen.

❖ Conclusie: mengelmoes van theorieën

Het is dus duidelijk dat de traditionele onderverdelingen hier tekort schieten. Een scheiding tussen common law en civil law op vlak van aandeelhoudersbescherming is er absoluut niet; onze resultaten spreken dit ten zeerste tegen.

Van legal origin is er slechts sprake tussen India en het Verenigd Koninkrijk op het vlak van aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur en niet tegen de andere aandeelhouders.

Van legal origin tussen België en Frankrijk daarentegen is weinig tot niets zichtbaar. We zien eerder dat België op vlak van bescherming tegen bestuur dicht aanleunt bij regulering van Europese landen in het algemeen. Bij de bescherming tegen de aandeelhouder leunt België eerder aan bij landen met een verspreid aandeelhouderschap en vanaf '90 ook bij het Verenigd Koninkrijk.

We zien ons dus genoodzaakt om een mengelmoes van theorieën aan te spreken met het oog op de verklaring van onze bevindingen. Legal origin is op zich onvoldoende zaligmakend en wordt vaak verdrongen door mondialiserings- en Europeaniseringsbewegingen en tevens gehinderd door socio-economische factoren, waardoor we ook de padafhankelijkheidstheorie moeten aanspreken.

Tot gelijkaardige conclusies kwamen ook SIEMS en DEAKIN. Zij roepen zelfs op om de hypothese dat “wettelijke regels inherent zouden zijn aan de sociaaleconomische context van de systemen waarin ze opereren” te onderzoeken als nieuw onderzoeksopzet van de comparatieve law&finance-literatuur.<sup>277</sup>

---

<sup>277</sup> M. SIEMS en S. DEAKIN, “Comparative law and finance: past, present and future research”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 2010, 17, [www.ssrn.com/abstract=1428247](http://www.ssrn.com/abstract=1428247).



## **B. Belgische evolutie 1970-2010 e.v.: België na 2005, verhouding tussen de bronnen, correlatie & regressie met vennootschapsprestaties en beursmarktevolutie.**

In deel B heb ik me uitsluitend toegespitst op de Belgische evolutie. Daarbij moet algemeen wel opgemerkt worden dat de grafieken in dit deel worden weergegeven op basis van soft lawresultaten gekoppeld aan een praktoets.<sup>278</sup>

In dit deel B wordt vooreerst de evolutie van de totale aandeelhoudersbeschermingsgraad na 2005 bestudeerd. Daarna volgt een analyse van het belang van de bronnen waarop de aandeelhoudersbescherming zich de voorbij 40 jaar heeft gesteund. Ten slotte begeef ik me ook op het law & finance-terrein, zonder weliswaar tot comparatieve law & finance over te gaan, om de efficiëntie van de Belgische aandeelhoudersbescherming te bestuderen.

### **i. België: 1970-2010 e.v.: totaalscores**

Daar de resultaten van SIEMS en LELE slechts reiken tot 2005, heb ik ook de Belgische bescherming in deel A tot nu toe slechts bekeken over een periode van 35 jaar. Niettemin heb ik het onderzoek voor België doorgetrokken tot 2009, met een provisionele blik op 2010 op basis van voorbereidende wetgeving<sup>279</sup> en rechtsleer<sup>280</sup>.

Figuur 15 geeft de Belgische evolutie weer over een periode van 40 jaar.

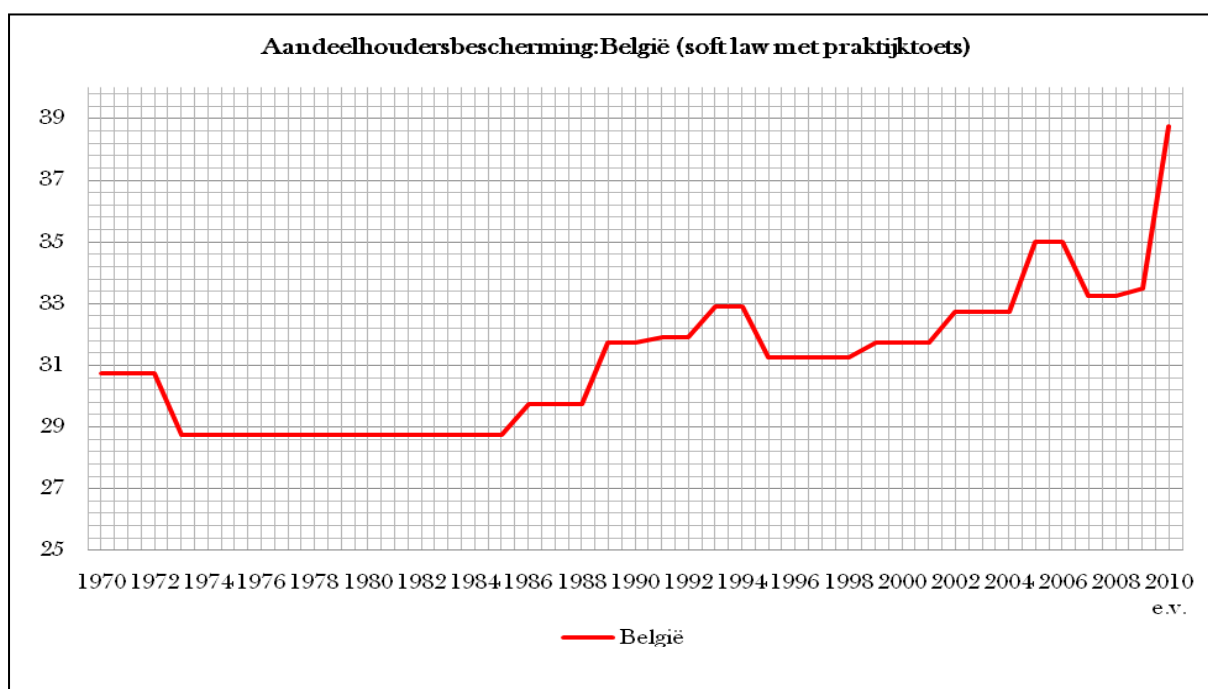
De curve daalt eerst wat na 2005 en gaat daarna fors de hoogte in.

---

<sup>278</sup> In de methodologie werd aangegeven dat soft law in principe maar zou worden in aanmerking genomen indien ze de vooropgestelde methodologische toets zou doorstaan. Hierbij viel ik terug op de resultaten van praktijkstudies in combinatie met bepaalde percentagedrempels. (Voor de methodologie zie p. 25 en volgende.) In deel A werden de grafieken weergegeven op basis van de resultaten van soft law zonder deze praktijktoets om een vergelijking met de resultaten van SIEMS & LELE mogelijk te maken. In dit deel B is deze afwijking niet noodzakelijk. Bijgevolg kan de normale methodologie toegepast worden. Wel moet worden opgemerkt dat er verder om de compliancegraad van soft law weer te geven zowel de curves van “soft law zonder praktijktoets” en “soft law met praktijktoets” gebruikt worden. Het verschil tussen de twee soorten grafieken wordt duidelijk gemaakt aan de hand van het opschrift “soft law met praktijktoets” en “soft law zonder praktijktoets”.

<sup>279</sup> Wetsontwerp tot Versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, *Parl.Doc.* Kamer, 2009-2010, 2336/008, 23.

<sup>280</sup> L. VAN DEN STEEN, “De richtlijn aandeelhoudersrechten in genoteerde vennootschappen: toekomstperspectieven voor het Belgisch vennootschapsrecht”, *TRV* 2008, 455; CBFA, “Geconsolideerde versie aandeelhoudersrichtlijn: Voorontwerp van de Wet betreffende de uitoefening van bepaalde rechten door de aandeelhouders van beursgenoteerde vennootschappen”, 22 mei 2009, 1-41, [www.cbfa.be/nl/consultations/lop/pdf/2009-06-22\\_consolidee.pdf](http://www.cbfa.be/nl/consultations/lop/pdf/2009-06-22_consolidee.pdf)



**Figuur 15: Aandeelhoudersbescherming België (soft law met praktijktoets)**

De daling in 2007 heeft alles te maken met de Europese regelgeving die een verplicht openbaar bod voorop stelt wanneer men (slechts) 30% in handen heeft in combinatie met een lichtere stijging ten gevolge van de transparantieregeling.<sup>281</sup>

In 2009 werd een 0 toegekend aan variabele I.14 met betrekking tot het verplicht prioritair stellen van het aandeelhoudersbelang voor de bestuurders. Ten gevolge van de financiële crisis werd het door de bestuurders in België te respecteren vennootschapsbelang hoofdzakelijk ingevuld ten voordele van de stakeholders.<sup>282</sup> Deze daling werd echter gecompenseerd door een dwingende samenstelling van het auditcomité uit niet-uitvoerende bestuurders.<sup>283</sup>

Anno 2010 en volgende zal de aandeelhoudersbescherming in België een forse stijging kennen grotendeels ten gevolge van de uitvoering van de Aandeelhoudersrichtlijn<sup>284</sup> en als antwoord op de aanbevelingen van de Europese Commissie met betrekking tot vertrekvergoedingen<sup>285</sup>.

In de nabije toekomst zullen maatregelen genomen worden om de kapitaaldrempel die vereist is om een algemene vergadering bijeen te mogen roepen en dus ook een item op de agenda te

<sup>281</sup> Zie Bijlage anno 2007, p. 250 en volgende.

<sup>282</sup> Voor een bespreking van de toepassing van variabele I.14, zie p. 59 en volgende.

<sup>283</sup> Zie Bijlage anno 2009, p. 256 en volgende.

<sup>284</sup> Richtlijn 2007/36/EG van het Europees parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Pb. L* 14 juli 2007, afl.184, 17-24, hierna de 'Aandeelhoudersrichtlijn'.

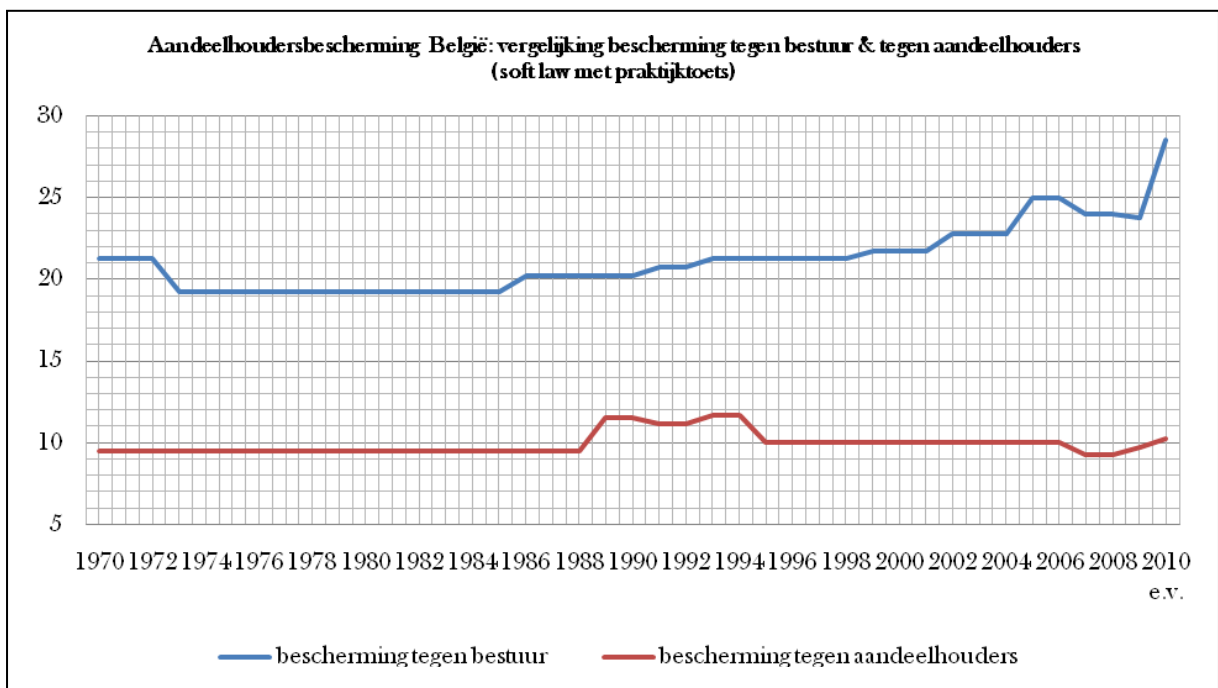
<sup>285</sup> Aanbeveling van 2004/913/EG van de Europese Commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen 2004/913/EG, *Pb. L*. 29 december 2004, afl. 385, 55-59.

kunnen zetten te verlagen naar 5% en misschien zelfs 3%<sup>286</sup>. Ook worden uitdrukkelijk alle beperkingen om bij volmacht of per brief te stemmen gebannen en zou zelfs een formulier ter beschikking gesteld moeten worden door de beursgenoteerde vennootschap aan de aandeelhouder.

Bij wet voorziet men ook reeds in de dwingende oprichting van het remuneratiecomité samengesteld uit niet-uitvoerende bestuurders en een meerderheid van onafhankelijke bestuurders.

Tot slot zullen ook de publicatieplichten vanuit de Corporate Governancecode met betrekking tot de remuneratie van bestuurders nu wettelijk verplicht worden gesteld.<sup>287</sup>

Als vervolgens de evolutie van de aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur en deze tegen de andere aandeelhouders bekeken wordt over de volledige 40 jaar, dan kan er -net zoals in de rechtsvergelijkende figuren 4 en 5- nog steeds enkel een stijgende trend gezien worden voor wat betreft de bescherming tegen het **bestuur**. De enorme stijging vanaf 2010 zal zich dan ook op dat vlak situeren.



**Figuur 13 Aandeelhoudersbescherming België: vergelijking bescherming tegen bestuur & tegen aandeelhouders (soft law met praktijktoets)**

<sup>286</sup> FOD JUSTITIE, "Persbericht 5 maart 2010", <http://www.just.fgov.be/persberichten/2010/03/08.html>.

<sup>287</sup> Zie Bijlage anno 2010 en volgende, p. 268 en volgende.

## ii. België 1970-2010 e.v.: onderscheid tussen wet – soft law – praktijk.

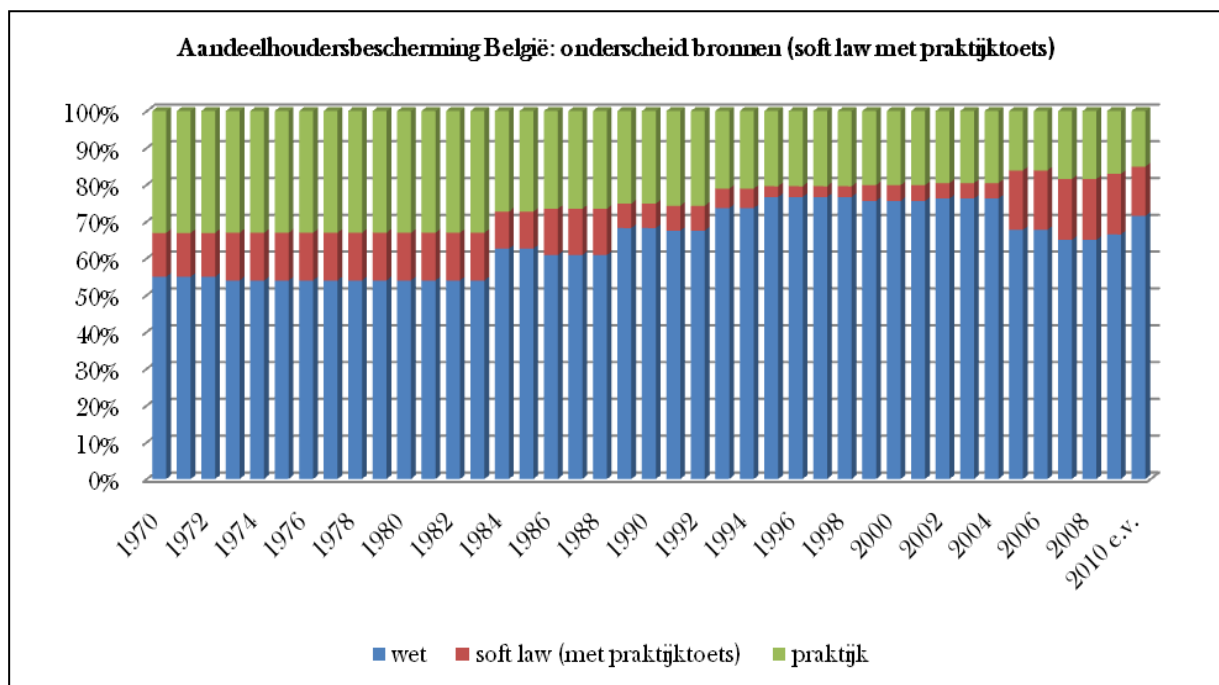
Vervolgens heb ik, zoals reeds in het onderzoeksopzet aangegeven, in afwijking van SIEMS en LELE, per variabele per jaar nog een afzonderlijke score toegekend op basis van de rechtsbron op grond waarvan de totaalscore per variabele per jaar werd toegekend.<sup>288</sup>

Een onderscheid werd gemaakt tussen de wet (expliciete wetteksten), soft law (aanbevelingen van de Bankcommissie, Europese Commissie, verenigingen en de CBFA, de Corporate Governancecodes met een zeer hoge nalevingsgraad) en de praktijk (rechtsleer, rechtspraak en statutaire regelen).

In dit hoofdstuk zal eerst de verhouding tussen de bronnen weergegeven worden op het vlak van de totale Belgische aandeelhoudersbescherming. Vervolgens wordt een onderscheid gemaakt tussen de bronnen op het vlak van bescherming tegen het bestuur en bescherming tegen grootaandeelhouders. Tussendoor wordt soft law ook op haar compliance-graad getest door het samenvoegen van de cijfers van soft law met praktijktoets en soft law zonder praktijktoets. Ik sluit af met een conclusie op basis van de verworven bevindingen.

### ❖ *Totale aandeelhoudersbescherming: bronnen*

Figuur 17 geeft een overzicht van hoe de bronnen zich over een periode van 40 jaar verhouden op het vlak van de totale aandeelhoudersbescherming.



Figuur 14 Aandeelhoudersbescherming België: onderscheid bronnen (soft law met praktijktoets)

<sup>288</sup> Voor de methodologie zie supra p. 27 en volgende.

Op grond van deze grafiek ziet men duidelijk dat aandeelhoudersbescherming geen zaak is van de wetgever alleen.

De *wet* heeft altijd al de belangrijkste plaats ingenomen en het belang ervan neemt naar het einde zelfs nog toe toeneemt in tegenstelling tot de andere bronnen. De wet gaat immers dikwijls elementen overnemen, die eerst via de praktijk en via soft law werden geïntroduceerd.

Een voorbeeld kan men vinden bij de maatregelen inzake openbare overnamebiedingen die eerst via aanbevelingen van de Bankcommissie en later via de wet inzake openbare overnamebiedingen in '89 en '07 werden overgenomen.<sup>289</sup> Ook heel wat zaken die in de Corporate Governancecodes aan bod kwamen, werden even later bij wet verankerd. Als voorbeeld kan gewezen worden op het auditcomité dat voor het eerst verscheen in aanbevelingen, vervolgens in de Corporate Governancecodes en in 2009 een wettelijke grondslag kreeg.<sup>290</sup> Hetzelfde staat in het vooruitzicht voor het remuneratiecomité en vele bekendmakingsplichten met betrekking tot de remuneratie van de bestuurders. Dit zal ook in het wetboek van vennootschappen worden overgenomen vanuit de Corporate Governancecodes en verschillende aanbevelingen.<sup>291</sup>

Traditioneel stond de *praktijk*, i.e. rechtsleer, rechtspraak en eventuele statutaire toepassingen, op de tweede plaats. Dit bevestigt haar onmiskenbare rol in ons rechtssysteem. Haar aandeel in de totale rechtsbescherming is echter wel sterk geëvolueerd. Vanaf 1984 is dit gestadig gedaald tot ze vanaf 2004 ongeveer op hetzelfde niveau kwam te staan als soft law.

*Soft law* bedroeg tot 1984 ongeveer 1/10 van de totale aandeelhoudersbescherming. Dit aandeel had ze te danken aan de aanbevelingen van de Bankcommissie. Daarna is haar aandeel sterk gedaald tot en met 2004. De aanbevelingen van de Europese Commissie, CBFA, VBO en Instituut voor Bestuurders leverden toen nog niet veel meer aandeelhoudersbescherming op. Dit veranderde in 2005 met de introductie van de Belgische Corporate Governancecode, waarbij ze prompt even belangrijk werd als de praktijk. Naar 2010 e.v. toe kan opgemerkt worden dat de wetgever op bepaalde vlakken soft law zal vervangen door wetgeving.

De vraag stelt zich uiteraard of de toename van regulering door soft law een positieve evolutie is.

Het is uiteraard zo dat het mechanisme van soft law geen 100% naleving garandeert. Om de compliancegraad weer te geven, heb ik in figuur 18 de gegevens van 'soft law zonder praktijktoets' (i.e. van wat soft law had kunnen zijn indien ze volledige zou zijn nageleefd) en 'soft law met praktijktoets' (i.e. wat soft law slechts in werkelijkheid bijdroeg tot de aandeelhoudersbescherming na toepassing van de vooropgestelde methodologische toets<sup>292</sup>) samengebracht. De grafiek geeft duidelijk een discrepantie weer vanaf 1998.

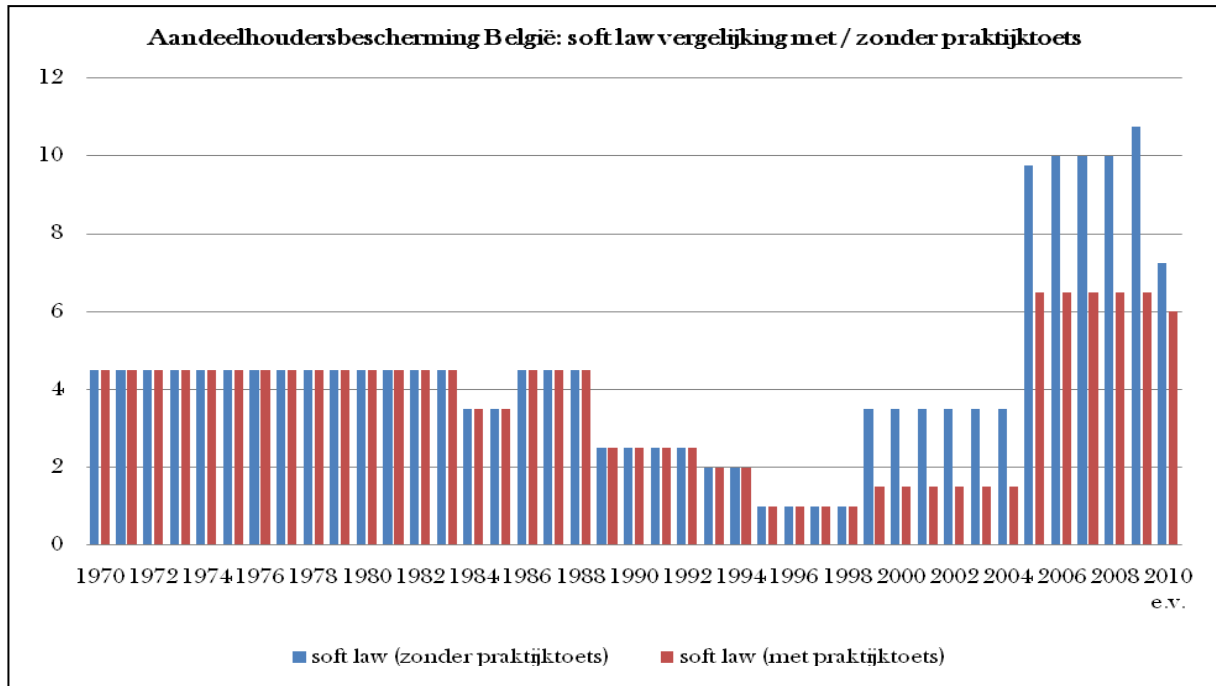
---

<sup>289</sup> Zie infra Bijlage anno 1970, p. 139 e.v.; Bijlage anno 1989, p. 187 e.v.; Bijlage anno 2007, p. 250 e.v.

<sup>290</sup> Zie infra Bijlage anno 1999, p. 215 e.v.; Bijlage anno 2005, p. 231 e.v.; Bijlage anno 2010, p. 268 e.v.

<sup>291</sup> Zie infra Bijlage anno 1999, p. 215 e.v.; Bijlage anno 2005, p. 231 e.v.; Bijlage anno 2010, p. 268 e.v.

<sup>292</sup> Voor een toelichting bij de methodologie zie supra p. 27 en volgende.



**Figuur 18: Aandeelhoudersbescherming België: soft law vergelijking met / zonder praktijktoets**

De aanbevelingen van het VBO, de CBFA, het Instituut voor bestuurders en de Europese Commissie kenden anno 1998 sowieso een beperkte opvolging.<sup>293</sup> De Corporate Governancecode in 2005 deed het beduidend beter, maar problemen stelden zich voornamelijk bij de samenstelling van het remuneratiecomité en de oprichting en samenstelling van het auditcomité, het minimumpercentage aan kapitaal dat men moet bezitten om de algemene vergadering bijeen te roepen en dus ook een item op de agenda te zetten en de publicatie van de individuele remuneratie van bestuurders.<sup>294</sup> In 2009 misliepen we ook een punt doordat de aanbeveling van de Europese Commissie met betrekking tot het begrenzen van de gouden handdrukken, variabele verloning en verloning onder de vorm van aandelen nog niet kon getoetst worden op haar naleving en waarschijnlijk ook niet werd ook niet zal worden nageleefd zonder wettelijke bepaling.<sup>295</sup>

Niettemin impliceert dit niet noodzakelijk dat soft law als reguleringsvorm simpelweg moet worden afgeschreven.

Verder zal geprobeerd worden om een antwoord te geven op de vraag waarom België geconfronteerd wordt met deze non-compliance. Daarvoor zal in eerste instantie de verhouding tussen de bronnen verder onderzocht worden door het maken van een onderscheid tussen de bescherming tegen aandeelhouders en de bescherming tegen het bestuur.

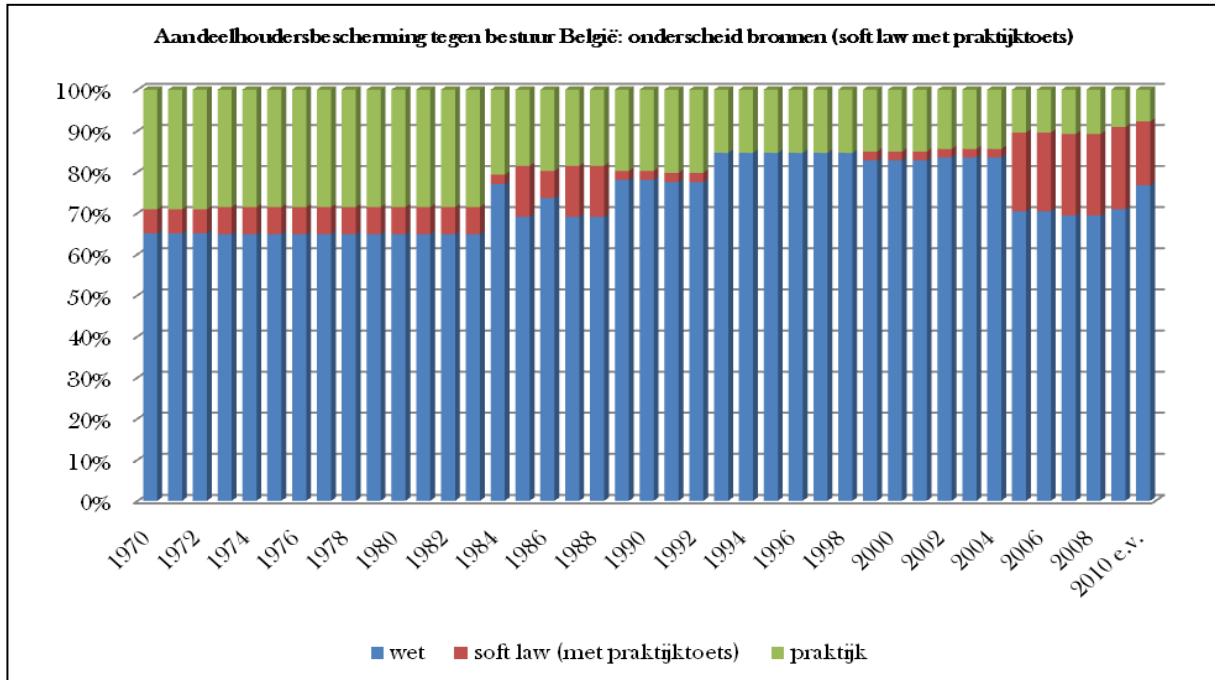
<sup>293</sup> Zie infra Bijlage anno 1999, p. 215 en volgende.

<sup>294</sup> Zie infra Bijlage anno 2005, p. 231 en volgende.

<sup>295</sup> Zie infra Bijlage anno 2009, p. 256 en volgende.

❖ Bescherming tegen bestuur - aandeelhouders

Figuur 19 geeft de verhouding van de bronnen weer over een periode van 40 jaar op het vlak van de bescherming tegen de bestuurders.



Figuur 15: Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur België: onderscheid bronnen (soft law met praktijktoets)

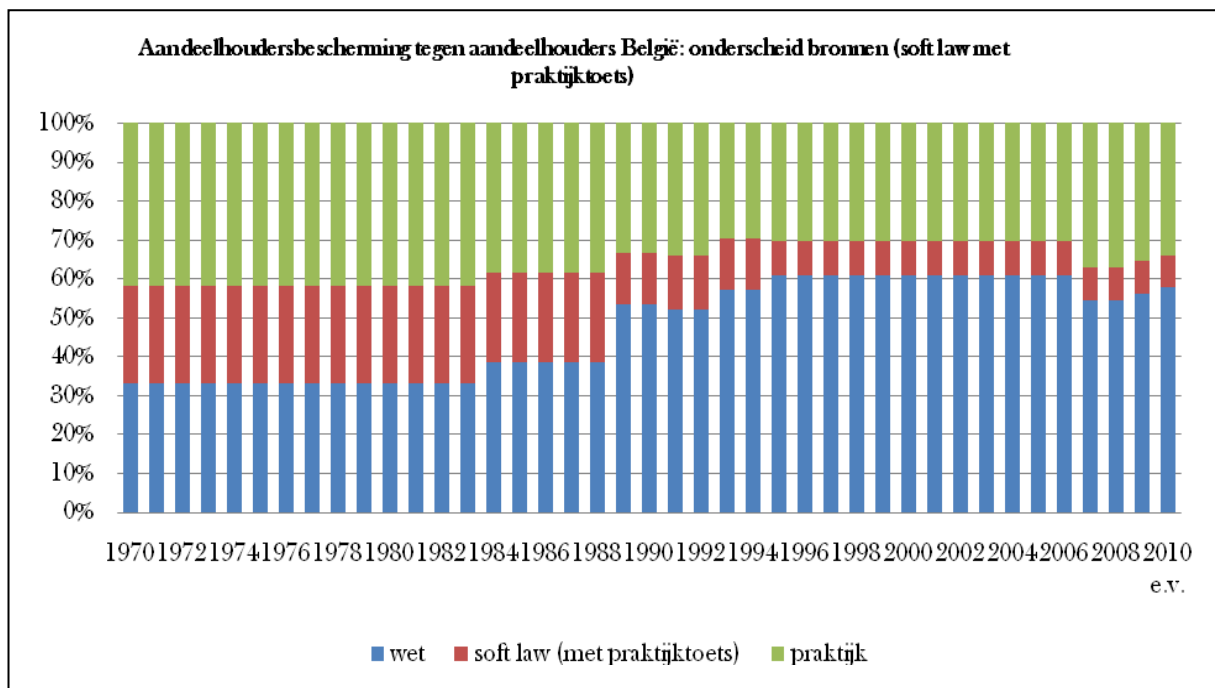
Het valt duidelijk op dat de bescherming tegen de bestuurders steeds hoofdzakelijk werd ingevuld door de *wet*. Haar aandeel schommelt over 40 jaar steeds tussen de 60% en de 80% van de aandeelhoudersbescherming.

De bescherming door *soft law* fluctueert daarentegen veel meer: ze neemt in het begin slechts 5%-10% voor haar rekening en komt zelfs tussen 1994 en 2000 niet aan bod. Vanaf 2005 volgt dan weer een serieuze opleving aangezien ze vanaf dan een aandeel van 20% vertegenwoordigt.

De bescherming door de *praktijk* daarentegen daalt over 40 jaar van een oorspronkelijke 30% tot slechts 10%.

Figuur 20 geeft vervolgens de verhouding weer tussen de bronnen voor België over 40 jaar op het vlak van de bescherming tegen de aandeelhouders.

Daar valt duidelijk een volledig andere verhouding op.



**Figuur 20 Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders België: onderscheid bronnen (soft law met praktijktoets)**

De wet en soft law namen van 1979 tot 1982 een gelijkaardig aandeel voor hun rekening. Het aandeel van *soft law* is daarna wel gestadig verminderd en bedroeg eind jaren 2000 slechts een kleine 10%.

De *praktijk* verzorgde bij deze bescherming oorspronkelijk het belangrijkste aandeel. Vanaf 1984 begint dit af te nemen, maar naar het einde van 2010 toe zien we dat ze opnieuw iets vergroot. Haar toppositie wordt overgenomen door de wet vanaf 1989, voornamelijk ten koste van soft law.

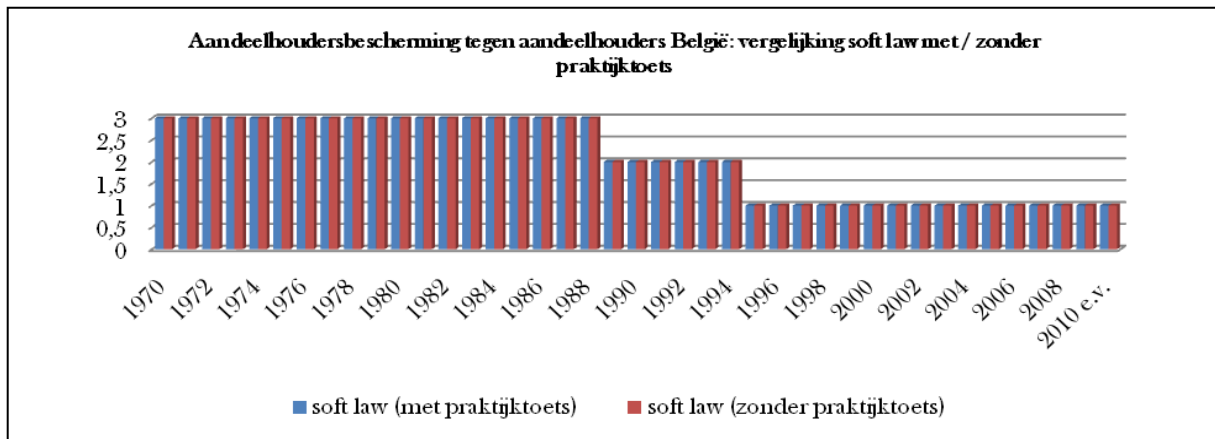
Vanaf 1989 verzorgde de *wet* 50% van de aandeelhoudersbescherming tegen de grootaandeelhouder. Na 1992 neemt haar aandeel nog een beetje toe om dan vanaf 2006 opnieuw een klein stapje terug te zetten ten voordele van de *praktijk*.

Tot slot wordt ook de compliancegraad van soft law nog eens bestudeerd.

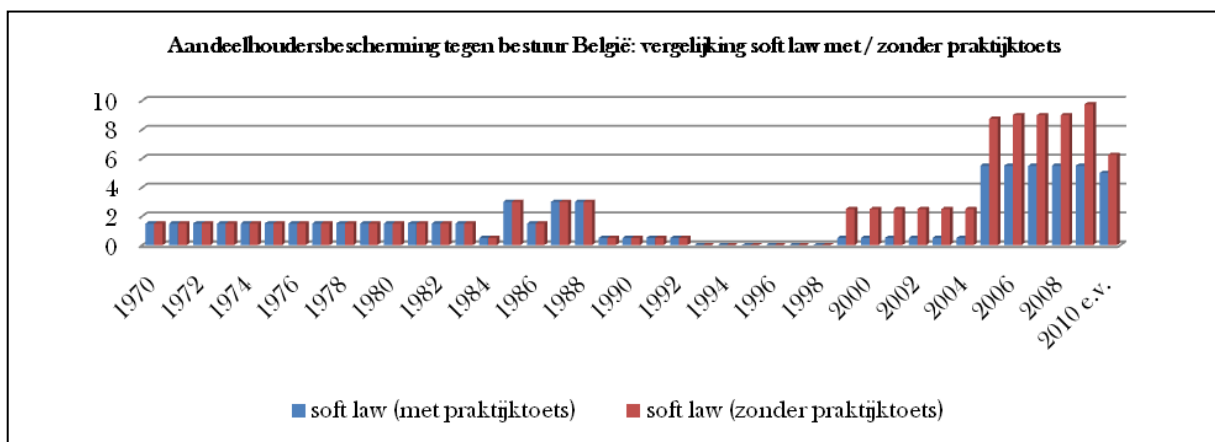
De compliancegraad wordt opnieuw weergegeven door het samenplaatsen van de curve van soft law met praktijktoets en de curve van soft law zonder praktijktoets.

Ditmaal wordt echter wel een onderscheid gemaakt tussen de verhouding van de bronnen op het vlak van de bescherming tegen het bestuur (figuur 22) en de verhouding van de bronnen op het vlak van de bescherming tegen de grootaandeelhouders. (figuur 21)





Figuur 16: Aandeelhoudersbescherming tegen aandeelhouders België: vergelijking soft law met / zonder praktijktoets



Figuur 17: Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur België: vergelijking soft law met / zonder praktijktoets

Het is frappant dat de niet compliance zich enkel situeert op het vlak van de bescherming tegen het bestuur (figuur 22). De soft law-regels op het vlak van de bescherming tegen aandeelhouders worden volledig gecompliceerd.

In het volgende hoofdstuk zullen hieraan twee potentiële verklaringen gekoppeld worden.

#### ❖ *Interpretatie van de bevindingen*

Tot slot wordt kort gereflecteerd over de hoger verkregen bevindingen en wordt geprobeerd hieraan de nodige verklaringen te geven.

Een **algemene opmerking** is vooreerst dat alle bronnen bijdragen aan de aandeelhoudersbescherming. Hun graad van belangrijkheid verschilt daarentegen wel naargelang het soort bescherming.

De **wet** is duidelijk steeds de belangrijkste speler geweest bij de bescherming tegen het bestuur. Dit is anders voor wat betreft de bescherming tegen de aandeelhouders, waar ze slechts een primordiale rol vervulde vanaf 1989.

Het is bevreemdend dat de **praktijk** oorspronkelijk de sterkste vertegenwoordiger was bij de bescherming tegen aandeelhouders. Dit zou erop kunnen wijzen dat de wetgever het aanzienlijk belang van de bescherming tegen de (groot)aandeelhouder en dus de kern van het Belgische governanceprobleem niet onmiddellijk heeft ingezien. Rechtsleer en rechtspraak hebben reeds 40 jaar deze lacune aangevuld. Het feit dat de wetgever hier niet is overgegaan tot incorporatie in rechtsregels, is waarschijnlijk te wijten aan het feit dat deze bron door de wetgever als voldoende sterk en betrouwbaar wordt aanzien.

Met betrekking tot **soft law** ligt het anders. Hoewel ze bij de bescherming tegen de aandeelhouders tot 1982 een belangrijke plaats innam, werd ze vanaf dat jaar systematisch opgeslorpt door de wet. Dit wijst mijns inziens op een serieus vertrouwensgebrek.

De resultaten van soft law kunnen verder nog op een andere wijze hun nut bewijzen.

De Corporate Governancecodes werken met een comply or complain-mechanisme en de aanbevelingen van VBO, IB, CBFA, Bankcommissie, Europese Commissie zijn niet dwingend. Ze zijn dus allen slechts een suggestie en vaak tot stand gekomen door de nood van de markt aan een uniforme en algemeen aanvaarde maatstaf om te weten welke Governancepraktijk moet worden toegepast. Institutionele investeerders en stemmingsinstellingen drukken vaak op het hebben van een code die kan gebruikt worden om de lokale Governancepraktijken te evalueren.<sup>296</sup> Het feit of een welbepaalde aanbeveling al dan niet opgevolgd wordt, kan volgens mij geïnterpreteerd worden als een beschermingsmechanisme dat de markt al dan niet aanvoelt als noodzakelijk of efficiënt. De cijfers van soft law met praktijktoets (die dus de regels vertegenwoordigen die volgens mijn methodologie voldoende werden nageleefd) kunnen dan ook beschouwd worden als een door de markt aangevoelde nood tot regulering.

Als deze redenering toegepast wordt op de hoger gepresenteerde grafieken (die met uitzondering van deze die de compliancegraad weergeven in dit deel steeds soft law met praktijktoets weergeven), valt het op dat het aandeel soft law (met praktijktoets) groter is bij de bescherming tegen het bestuur dan bij de bescherming tegen de aandeelhouders. Blijkbaar schoot het bestaande regulerende kader volgens de markt nog tekort op het vlak van deze laatste categorie en poogde men dit op te vullen via een alternatief reguleringsmechanisme.

Op het eerste zicht is dit vreemd aangezien België een traditioneel sterk geconcentreerd aandeelhouderschap heeft en men zou verwachten dat de grootaandeelhouders een voldoende grote macht hebben tegen het bestuur.

Hoger heb ik er op gewezen dat de algemene stijgende tendens is bij Frankrijk, de VS, het VK, Duitsland, India en België bij de bescherming tegen het bestuur mogelijk te wijten zou kunnen

---

<sup>296</sup>E. WYMEERSCH, "The Corporate Governance "Codes of Conduct": between state and private law", *WPS FLI* 2007, 10, [www.law.ugent.be/fli/](http://www.law.ugent.be/fli/).

zijn aan incidentgedreven regulering, regulatory capture en competition.<sup>297</sup> Het zou dus kunnen dat een stijgende aandeel van soft law op het vlak van bescherming tegen het bestuur onder druk van Corporate Governancehervormingen in andere landen gebeurde. Hierbij ga ik er dus vanuit dat het Belgisch Corporate Governancecomité, hoewel samengesteld uit bestuurders van verschillende vennootschappen, onder druk van Corporate Governancehervormingen misschien een teveel aan regulering heeft willen instellen met het oog op het aantrekken van investeerders (voornamelijk gebaseerd op het Angelsaksische Corporate Governancemodel met een verspreid aandeelhouderschap en grote vennootschappen).

Daarnaast moeten ook de commentaren op de verdeling van de index in twee delen in acht gehouden worden. Daarin wordt aangehaald dat een aantal variabelen uit ‘deel I’ van de index weliswaar bescherming zouden bieden tegen het bestuur, maar tegelijk ook de minderheidsaandeelhouder beschermen tegen misbruiken door het bestuur geïnstrueerd door de grootaandeelhouder.<sup>298</sup>

De grafiek met betrekking tot de compliance van soft law op het vlak van de totale aandeelhoudersbescherming (figuur 18) toonde aan dat er sinds 1998 een gebrekkige compliance bestaat. Figuren 21 en 22 wezen aan dat deze non-compliance zich enkel situeert op het vlak van de bescherming tegen het bestuur.

Deze bevindingen zouden kunnen verklaard worden door twee verschillende stellingen.

Vooreerst zou men kunnen stellen dat de grootaandeelhouder in een land met een geconcentreerd aandeelhouderschap machtig genoeg is om de onwil vanwege het bestuur te counteren. In dit opzicht zou de toepassing in de praktijk dan kunnen gezien worden als de door de markt als efficiënt en noodzakelijk aangevoelde bescherming. Het feit dat bepaalde regelen niet toegepast worden zou dan geïnterpreteerd kunnen worden als een signaal vanwege de markt dat de aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur te groot is geworden en waarbij ze vanuit een kosten-batenanalyse concludeert dat de verhoogde aandeelhoudersbescherming suboptimaal zou zijn.

Een tweede stelling zou kunnen zijn dat het niet naleven van de regelen te wijten is aan de misbruiken door de grootaandeelhouder. Gelet op de macht van de grootaandeelhouder is het mogelijk dat de onwil vanwege het bestuur om soft law na te leven, opgedrongen wordt door de grootaandeelhouder om te vermijden dat deze maatregelen zijn misbruikpraktijken zouden beperken ten voordele van de minderheidsaandeelhouder. Ondanks het feit dat deze maatregelen als bescherming tegen het bestuur worden bestempeld, betreffen immers vele van de niet-gecomplieerde maatregelen zaken die voornamelijk de kleinaandeelhouder beschermen tegen het bestuur. Zo kan bijvoorbeeld gewezen worden op het recht om de agenda te bepalen, het recht om te vragen dat een algemene vergadering wordt bijeengeroepen, de instelling van comités met een zekere samenstelling en de limieten op de vergoeding van bestuurders. De grootaandeelhouder heeft immers zodanig veel invloed dat hij het bestuur controleert en

---

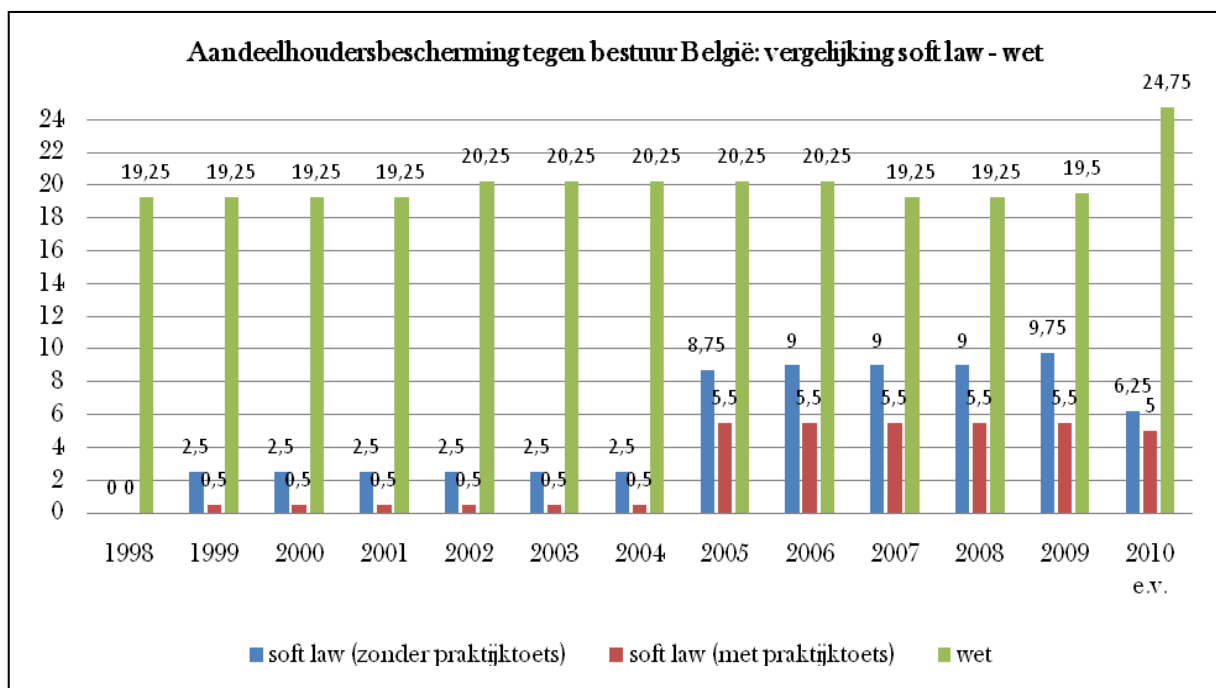
<sup>297</sup> Zie supra p. 71 en volgende.

<sup>298</sup> Zie supra p. 44 en volgende.

zonder al te veel inmenging zijn wil kan doordrijven. Het systematisch hoger vergoedingen toekennen aan bestuurders met het oog op het hen gunstig stellen bijvoorbeeld, is een vaak voorkomend misbruik<sup>299</sup> dat onder meer via de begrenzing van remuneratie of gouden handdrukken kan beperkt worden.

Het probleem hierbij is nu dat de door mezelf vooropgestelde preview van hoe het aandeelhoudersbeschermingsniveau er vanaf 2010 en volgende zal uitzien, weergeeft dat de wetgever de aandeelhoudersbescherming verder de hoogte zal indrijven.

Figuur 23 geeft de verhouding weer tussen de wet, soft law met praktijktoets en soft law zonder praktijktoets.



Figuur 18: Aandeelhoudersbescherming tegen bestuur België: vergelijking soft law - wet

Daarbij maakt de sprong van 2009 naar 2010 duidelijk dat de wetgever de niet gecompliceerde regels (i.e. soft law zonder praktijktoets) wil omzetten in harde wetgeving.<sup>300</sup>

Op grond van de twee hoger aangehaalde stellingen met betrekking tot de non-compliance kan dit naar de toekomst toe dus ofwel positieve ofwel negatieve gevolgen hebben.

Een positief effect zal zich voordoen indien de non-compliance te wijten is aan de onderdrukking door de grootaandeelhouder waardoor de toepassing van de regelen werd geblokkeerd en dus de lacune terecht wordt ingevuld.

<sup>299</sup> Fr. Arbitragehof 1964, *Grenoble, Gaz. Pal.* 1964, 2, 208.

<sup>300</sup> Ook een deeltje gecompliceerde soft law (i.e. soft law met praktijktoets) moet eraan geloven.

Een negatieve effect zal zich voordoen wanneer de non-compliance fungeert als een signaal vanwege de markt om het systematisch opdrijven van de aandeelhoudersbescherming stop te zetten, daar een verhoging tot een suboptimale situatie zou leiden.

In het volgende hoofdstuk wordt overgegaan tot een onderzoek van de correlatie en regressie van de aandeelhoudersbescherming (en voornamelijk deze die beschermt tegen het bestuur) t.o.v. de evolutie van de aandeelhouderbescherming en de marktevolutie. Deze resultaten zullen dan ook toelaten om een beeld te krijgen van de impact die verhoogde aandeelhoudersbescherming naar de toekomst zal hebben en van de redenen die schuil gaan achter de non-compliance.

### iii. België: correlatie aandeelhoudersbescherming - marktevolutie en vennootschapsprestaties

In dit deel begeef ik me op het (niet-comparatieve) law&finance-terrein en ga ik op zoek naar een associatie tussen aandeelhoudersbescherming en kapitaalmarktevolutie en een verband met vennootschapsprestaties. Dit is van belang aangezien aandeelhouders immers niet enkel bescherming van hun investering verwachten, maar ook een zekere return.

Hoger stelde ik me de vraag of de toekomstige hogere aandeelhoudersbeschermingsgraad misschien suboptimaal zou zijn. Nochtans is het uitgangspunt van de law&finance-theorie dat landen met hogere aandeelhoudersbescherming gelijk staan met economische groei van de kapitaalmarkten.<sup>301</sup> Deze theorie werd recent door een studie van J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS & A. SINGH in "Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis" tegengesproken daar zij in deze studie geen verband vonden<sup>302</sup>.

Daarnaast hebben ook vele studies reeds gepolst naar een associatie met vennootschapsprestaties waarbij men al dan niet een positief, negatief of geen verband constateerden.<sup>303</sup>

---

<sup>301</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, "Law and finance", *Journal of Political Economy* 1998, 1151-1152.

<sup>302</sup> J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS en A. SINGH, "Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis", 2010, 16-17, [www.ssrn.com/abstract=1094355](http://www.ssrn.com/abstract=1094355).

<sup>303</sup> Een positief verband voor de VS vonden: P. GOMPERS, J. ISHII en A. METRICK, "Corporate Governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118; L. BROWN en M. CAYLOR, "Corporate Governance and firm performance", 2004, 1-31, [www.ssrn.com/abstract=586423](http://www.ssrn.com/abstract=586423).

Geen verband vonden J. CORE, W. GUAY en T. RUSTICUS, "Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations", *Journal of Finance* 2006, 655-687.

Met betrekking tot Europa vonden volgende auteurs een negatief verband: R. BAUER, N. GÜNSTER en R. OTTEN, "Empirical evidence corporate governance in Europe, the effect on stock market returns, firm value and performance", *EFMA Basel Meeting Paper* 2004, 1-24, [www.ssrn.com/abstract=444543](http://www.ssrn.com/abstract=444543); W. DROBETZ, A. HILLHOFER en H. ZIMMERMAN, "Corporate Governance and expected stock returns: evidence from Germany", *ECCI Working Paper Series in Finance* 2003, 1-51, [www.ssrn.com/abstract=379102](http://www.ssrn.com/abstract=379102).

Om de relatie tussen aandeelhoudersbescherming ten opzichte van vennootschapsprestaties en marktevolutie te gaan bestuderen, heb ik dan ook met deze laatste noties als afhankelijke variabele een correlatie- en enkelvoudige regressieanalyse uitgevoerd.<sup>304</sup>

### ❖ Beursmarktevolutie: 1988-2008

De vraag rijst vooreerst naar de correlatie en regressie tussen de bestaande aandeelhoudersbeschermingsgraad en de marktevolutie. Omwille van de afwezigheid van uitgebreide longitudinale gegevens heb ik mij beperkt tot een periode van 20 jaar.

Om de marktevolutie over deze periode te berekenen heb ik me gebaseerd op vier gebruikelijke indicatoren<sup>305</sup> waaronder de marktkapitalisatie als een percentage van het BBP (MK/BBP)<sup>306</sup>, de waarde van de aandelenverhandeling als een percentage van het BBP (VHK/BBP)<sup>307</sup>, de turnover ratio (TURN)<sup>308</sup> en het aantal genoteerde vennootschappen per capita (GV/CAP)<sup>309</sup>. Deze afhankelijke variabelen werden telkens afzonderlijk getoetst ten aanzien van de onafhankelijke variabele ‘totale aandeelhoudersbescherming’, ‘aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur’ en ‘gelijkaardige variabelen die gebruikt werden in de studie van ARMOUR et al.’<sup>310</sup>

---

Vonden daarentegen een positief verband in Europese vennootschappen: S. BHAGAT en B. BOLTON, “Corporate Governance And Firm Performance”, 2007, 1-58, [www.ssrn.com/abstract=1017342](http://www.ssrn.com/abstract=1017342); L. D. BROWN, J. M. ROBINSON, M. L. CAYLOR, “Corporate Governance and Firm Performance”, 2004, 1-51, [www.ssrn.com/abstract=586423](http://www.ssrn.com/abstract=586423); L. BEBCHUK, A. COHEN en A. FERRELL, “What matters in Corporate Governance?”, *Review of Financial Studies* 2009, 783-827, [www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/), [www.ssrn.com/abstract=593423](http://www.ssrn.com/abstract=593423).

<sup>304</sup> Deze analyses werden allen doorgevoerd met behulp van het programma Excel. In bijlage kunnen de gedetailleerde Excel-sheets teruggevonden worden. Deze analyses zijn mogelijks nog vatbaar voor correctie en controle aan de hand van meer gespecialiseerde programma’s. Ik besef uiteraard ook dat het gebruik van (enkelvoudige) regressieanalyses voor dergelijke longitudinale studies door sommigen ter discussie wordt gesteld. Daar ook deze critici nog geen pasklaar alternatief kunnen bieden, heb ik er toch voor geopteerd deze methode toe te passen.

<sup>305</sup> Ik heb me gebaseerd op data en formules van T. BECK en E. AL-HUSSAINY, “Financial Structure Dataset”, 2010, World Bank, [http://siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/469232-1107449512766/FinStructure\\_2008\\_v2.xls](http://siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/469232-1107449512766/FinStructure_2008_v2.xls).

<sup>306</sup> In de World Bank Financial Structure Dataset wordt dit als volgt berekend:  $\{(0,5) \times (F_t/P_{e,t} + F_{t-1}/P_{e,t-1})\} / (BBP_t/P_{a,t})$  waarbij F staat voor marktkapitalisatie, P\_e voor het einde van de periode van het consumptieprijsindexcijfer en P\_a voor het gemiddelde jaarlijkse prijsindexcijfer.

<sup>307</sup> In de World Bank Finance Structure Dataset wordt dit als volgt berekend: het totale aantal aandelen op de beursmarkt in verhouding tot het BBP.

<sup>308</sup> In de World Bank Finance Structure Dataset wordt deze ratio als volgt beschreven: het is de ratio van de waarde van de totale verhandelde aandelen tot het gemiddelde reële marktkapitalisatie:  $(T_t/P_{a,t}) / \{(0,5) \times (M_t/P_{e,t} + M_{t-1}/P_{e,t-1})\}$  waarbij T de totale verhandelde waarde is, M de marktkapitalisatie, P\_e het einde van de periode van het consumptieprijsindexcijfer en P\_a als het jaarlijkse gemiddelde consumptieprijsindexcijfer.

<sup>309</sup> In de World Bank Finance Structure Dataset staat dit voor het aantal Belgische beursgenoteerde vennootschappen per miljoen van de bevolking.

<sup>310</sup> Er moet wel worden opgemerkt dat ik hier geen controlevariabelen heb ingecalculerd. Gelet op het bestek van deze studie heb ik me beperkt tot een zuivere enkelvoudige regressieanalyse. Een meer diepgaande analyse laat ik over aan de economen.

Indien een sterke positieve correlatie kan gevonden worden, zou dit impliceren dat verhoogde aandeelhoudersbescherming gepaard gaat met een positieve marktevolutie (in concreto een hogere marktkapitalisatie, meer verhandeld kapitaal, meer genoteerde vennootschappen, enz.) en dat een lagere aandeelhoudersbescherming gepaard gaat met een negatieve beursmarktevolutie.

Een sterke positieve en betrouwbare correlatie en regressie zou dus kunnen impliceren dat de toekomstige versterking van de positie van aandeelhouders wellicht ook de marktevolutie gunstig zal beïnvloeden.<sup>311</sup>

Vooreerst moet worden opgemerkt dat het geschatte regressiemodel in al de analyses steeds statistisch significant is met een significantieniveau van 95%.

Achtereenvolgens worden de resultaten voor de vier formules bestudeerd ten opzichte van de totale aandeelhoudersbescherming, de variabelen die overeenkomen met deze uit de index van Armour et al. en de aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur.

Tabel 1 geeft voor de vier formules ten opzichte van de **totale aandeelhoudersbescherming** een positieve maar behoorlijk zwakke correlatie aan.

Onafh. Variabele: totale aandeelhoudersbescherming België							
afh. var.	correlatie	b	a	F-toets (95%)	$\beta^+$	$\beta^-$	$r^2$
MK/BBP	0,324	0,071	-1,735	20,553 > 4,42	0,159	-0,016	0,124
VHK/BBP	0,481	0,077	-2,316	24,729 > 4,38	0,355	-0,2	0,232
TURN	0,43	0,082	-2,357	28,319 > 4,38	0,418	-0,254	0,185
GV/CAP	0,17	0,004	0,042	19,566 > 4,38	0,0493	-0,0413	0,029

Tabel 1: correlatie & regressie: totale aandeelhoudersbescherming en beursmarktevolutie

Daarbij kan een licht positieve richtingscoëfficiënt van de regressielijn worden waargenomen, waarvan op basis van het betrouwbaarheidsinterval kan besloten worden dat dit positief karakter niet in 95% van de gevallen zal gehandhaafd kunnen worden. Ten slotte wijst ook de lage waarde van de correlatiecoëfficiënt in het kwadraat erop dat de associatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen zeer zwak is.

Aangezien ARMOUR et al.<sup>312</sup> geen verband vonden tussen de variabelen uit hun (weliswaar gewogen) index, heb ik vervolgens ook **die variabelen die overeenkomen met deze uit onze (ongewogen) index** als onafhankelijke variabele afzonderlijk gespiegeld aan de vier variabelen van de marktevolutie.

De gekozen variabele (als substituur voor deze uit hun weliswaar gewogen index) betroffen:

<sup>311</sup> Deze stelling zou ook in de omgekeerde zin geïnterpreteerd kunnen worden, daar correlatie of regressie geen causaliteit impliceert. Niettemin is deze stelling het uitgangspunt van deze analyse.

<sup>312</sup> J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS en A. SINGH, "Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis", 2010, 16-17, [www.ssrn.com/abstract=1094355](http://www.ssrn.com/abstract=1094355).

de duurtijd van de benoeming van bestuurders, de vereisten voor de beëindiging van het mandaat van de bestuurders, het neutraliteitsprincipe bij overnames, bijkomende vereisten voor het plaatsen van limieten op de vergoedingen om aandeelhouders te beschermen en de supermeerderheidsvereisten voor amendering van de statuten, bij overnames en vrijwillige vereffeningen.

Onafh. Var. : aandeelhoudersbescherming I.12.1 en I.12.2, I.1, I.14.2, I.10.3, II.2.							
afh. var.	correlatie	b	a	F-toets (95%)	$\beta^+$	$\beta^-$	$r^2$
MK/BBP	0,223	0,166	-1,84	18,944 > 4,41	0,209	0,124	0,05
VHK/BBP	0,6	0,399	-2,138	29,692 > 4,38	0,638	0,16	0,36
TURN	0,603	0,471	-2,244	29,871 > 4,38	0,753	0,792	0,364
GV/CAP	-0,125	-0,012	0,128	19,302 > 4,38	0,03	-0,055	0,016

Tabel 2: correlatie & regressie: aandeelhoudersbescherming I.12.1, I.12.2, I.14.2, I.10.3, II.2 en beursmarktevolutie

De resultaten uit tabel 2 geven een zwak tot matig positieve correlatie aan voor drie van de vier afhankelijke variabelen en bij GV/CAP zelfs een zwakke negatieve correlatie. Net zoals bij ARMOUR et al. vind ik ook hier een mengelmoes van correlaties terug.<sup>313</sup>

De regressiecoëfficiënt is wel in de meerderheid van de gevallen positief en de betrouwbaarheidsintervallen tonen aan dat in drie van de vier gevallen mag vertrouwd worden op het positieve karakter in 95% van andere toepassingsgevallen. Niettemin is de regressie niet betrouwbaar, aangezien de correlatie in het kwadraat wijst op een zwakke associatie tussen de onderzochte onafhankelijke en afhankelijke variabelen.

Tot slot had ik ook tot doel de correlatie en regressie te onderzoeken tussen de variabelen die de marktevolutie weerspiegelen en deze die de aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur vertegenwoordigen, daar de (huidige en toekomstige) evolutie van de aandeelhoudersbescherming zich voornamelijk situeerde op het vlak van bescherming tegen het bestuur.

Tabel 3 geeft deze bevindingen weer.

Onafh. Var. : aandeelhoudersbescherming bestuur							
afh. var.	correlatie	b	a	F-toets (95%)	$\beta^+$	$\beta^-$	$r^2$
MK/BBP	0,717	0,11	-0,0123	37,099 > 4,41	0,151	0,061	0,515
VHK/BBP	0,797	0,106	-1,486	52,126 > 4,38	0,142	0,07	0,635
TURN	0,734	0,115	-1,703	41,253 > 4,38	0,163	0,067	0,539
GV/CAP	0,101	0,002	0,221	19,187 > 4,38	0,011	0,007	0,01

Tabel 3: correlatie en regressie: aandeelhouderbescherming tegen bestuur en beursmarktevolutie

In tegenstelling tot bij de andere onafhankelijke variabelen valt hier een opmerkelijke positieve correlatie op bij drie van de vier afhankelijke variabelen. De regressiecoëfficiënt is ook bij allen licht positief en alle betrouwbaarheidsintervallen wijzen aan dat dit ook in 95% van de gevallen

<sup>313</sup> J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS en A. SINGH, "Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis", 2010, 36, [www.ssrn.com/abstract=1094355](http://www.ssrn.com/abstract=1094355).



zo zou zijn bij andere steekproeven. Het statistisch verband tussen de variabelen is ook sterk daar ze een gekwadrateerde correlatievariabele hebben van meer dan 0,5 in de meerderheid van de gevallen.

Dit laatste impliceert dus dat een hogere bescherming tegen het bestuur in sterk positief verband staat t.o.v. een hogere beursmarktevolutie.

Dit betekent dus dat de hervormingen op het vlak van bescherming tegen het bestuur - die ik hoger verweet aan regulatory capture, regulatory competition en incidentgedreven wetgeving-, althans voor België, een positieve impact hebben gehad op haar markten en naar de toekomst toe ook zullen blijven hebben.<sup>314</sup>

Deze stelling zou dus de law matters-claim kunnen ondersteunen, die suggereert dat juridische regels de economische uitkomsten bepalen afhankelijk van hoeverre zij de marktgerelateerde economische activiteiten ondersteunen.

#### ❖ Vennootschapsprestaties: 1997-2004

Naast een onderzoek van het verband tussen aandeelhoudersbescherming en beursmarktevolutie, heb ik ook het verband tussen een hogere aandeelhoudersbescherming en vennootschapsprestaties bestudeerd. Door de combinatie van deze twee resultaten kan een correcter besluit getrokken worden over het optimaal of suboptimaal karakter van de huidige en toekomstige aandeelhoudersbescherming.<sup>315</sup>

Een grondig onderzoek van de jaarrekeningen van een selectie vennootschappen om gegevens over de vennootschapsprestaties te bekomen, gaat het bestek van deze studie helaas te buiten, maar ik kon me wel baseren op de waarden uit een longitudinaal onderzoek van DE VRIESE en SPAENJERS.

Zij onderzochten de regressie tussen Corporate Governance en vennootschapsprestaties over acht jaar (van 1997 tot 2004), waarbij vennootschapsprestaties getoetst werden als return op eigen vermogen (REV) en return op activa (RAC).<sup>316</sup> Zij vonden via een 'fixed effects regression'-analyse op grond van een steekproef van 50 beursgenoteerde vennootschappen een negatieve regressie tussen vennootschapsprestaties en één van de twee door hen opgestelde Corporate Governance-indexen van -0,543 (REV) en -0,919 (RAC). (Voor de eerste index was enkel RAC negatief).

---

<sup>314</sup> Uiteraard kan dit ook in de andere zin geïnterpreteerd worden en kan een beter beursklimaat ervoor gezorgd hebben dat het Belgisch regulerend landschap meer openstond voor nieuwe Governance-initiatieven.

<sup>315</sup> Hiermee wordt uiteraard niet alles onderzocht. Er zijn nog vele pistes die openliggen voor verder correlatief en regressief onderzoek zoals bijvoorbeeld het verband met aandeelhoudersactivisme en andere variabelen die vennootschapsperformantie meten.

<sup>316</sup> C. DE VRIESE EN C. SPAENJERS, "Corporate Governance en Performantie in België: een longitudinale studie (1997-2004)", *Kwartaalschrift Economie* 2007, 217-235.

Ikzelf heb mijn eigen resultaten (verworven op basis van de index van LELE en SIEMS) voor deze achtjarige periode als onafhankelijke variabele op hun correlatie en regressie getoetst met de door DE VRIESE en SPAENJERS vooropgestelde REV- en RAC-waarden.<sup>317</sup>

Opnieuw zijn alle geschatte regressiemodellen steeds statistisch significant met een significantieniveau van 95%.

Achtereenvolgens worden de resultaten weergegeven van de verbanden tussen return op het eigen vermogen en return van de activa en de totale aandeelhoudersbescherming en de bescherming tegen het bestuur.

In tabel 4 worden de resultaten weergegeven van de regressie- en correlatieanalyse met betrekking tot de **totale aandeelhoudersbescherming**.

Onafh. Var. : aandeelhoudersbescherming totaal							
Afh. Var.	correlatie	b	A	F-toets (95%)	$\beta+$	$\beta-$	$r^2$
REV	-0,255	-2,752	105,706	6,417 > 5,99	17,723	-23,228	0,065
RAC	-0,749	-1,392	53,733	13,675 > 5,99	-0,407	-2,376	0,561

Tabel 4: correlatie & regressie: aandeelhoudersbescherming totaal en vennootschapsprestaties

Hier kan duidelijk een zwakke negatieve correlatie bij de *rentabiliteit van het eigen vermogen (REV)* worden waargenomen die ook gepaard gaat met een negatieve richtingscoëfficiënt op de regressielijn. Uit de betrouwbaarheidsinterval valt af te leiden dat de regressiecoëfficiënt niet in 95% van de gevallen negatief zal zijn bij andere steekproeven. De correlatie in het kwadraat bevestigt dat het verband tussen REV en de totale aandeelhouderbescherming zo goed als onbestaande is.

Bij het verband met de *rentabiliteit van activa (RAV)*, dan ziet men een volledig ander verhaal. Een sterke negatieve correlatie en een negatieve richtingscoëfficiënt van de regressielijn (gesteund door een volledig negatief betrouwbaarheidsinterval) wijzen op een sterk negatief verband tussen deze variabelen. Dit sterk verband wordt bevestigd door een sterke gekwadraterde correlatie.

Tabel 5 geeft de resultaten weer van de resultaten van de analyse met de **aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur** als onafhankelijke variabele.

Onafh. Var. : aandeelhoudersbescherming bestuur							
Afh. Var.	correlatie	b	a	F-toets (95%)	$\beta+$	$\beta-$	$r^2$
REV	-0,255	-2,752	78,181	6,417 > 5,99	17,723	-23,228	0,065
RAC	-0,749	-1,392	39,817	13,675 > 5,99	-0,407	-2,376	0,561

Tabel 5: correlatie & regressie: aandeelhoudersbescherming tegen bestuur en vennootschapsprestaties

<sup>317</sup> Opnieuw moet worden opgemerkt dat bij deze regressie- en correlatieanalyse geen gebruik werd gemaakt van controlevariabelen. Dit zou een ander licht kunnen werpen op de bekomen resultaten.

De resultaten in deze tabel zien er hetzelfde uit. Dit komt omdat de aandeelhoudersbescherming tegen de aandeelhouders in de onderzochte periode niet is gewijzigd.

Kort samengevat geven de resultaten dus mee dat een hogere aandeelhoudersbescherming (globaal en tegen het bestuur) leidt tot een lagere rentabiliteit van de activa.<sup>318</sup>

### ❖ Interpretatie van de bevindingen

Hoe moeten al deze resultaten nu geïnterpreteerd worden?

Er kan telkens slechts een significante correlatie en regressie worden waargenomen bij de aandeelhoudersbescherming tegen het **bestuur** als onafhankelijke variabele.

Voor wat betreft het verband met de **beursmarktevolutie**, kan het mijns inziens zijn dat de hogere beurswaarde een gevolg is van een verhoogd vertrouwen van investeerders in de markten tengevolge van een gestegen aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur.

Deze bevindingen ondersteunen in se de hypothese van LA PORTA et al en de law&finance-beweging.<sup>319</sup>

Immers, vele investeerders laten zich leiden door de Corporate Governancegraad van een land om daar al dan niet over te gaan tot belegging van hun kapitaal.

De negatieve correlatie en regressie met de **rentabiliteit van activa** van de vennootschappen tussen 1997 en 2004 daarentegen, lijkt volgens mij te wijzen op het feit dat het *huidige niveau van aandeelhoudersbescherming niet optimaal* is en dat de kosten van de hogere bescherming tegen het bestuur niet opwegen tegen de voordelen ervan<sup>320</sup>. Immers, vele mechanismen van Corporate Governance zoals ze er nu zijn, kunnen dit evenwicht tegenwerken.

Verwijzen we bijvoorbeeld naar het squeeze out-recht, dan zien we dat de afwezigheid van dit recht zorgt voor een grotere aandeelhoudersbescherming tegen de grootaandeelhouder, maar de efficiënte overname tegenwerkt, daar de grootaandeelhouder dan teveel kosten zal moeten maken om tot compromissen te komen. Ook bijvoorbeeld een strakkere controle op het bestuur of de instelling van onafhankelijke bestuurders kan evenwel de aandeelhouder beter beschermen, maar zal opnieuw snelle beslissingen in de weg staan en vaak eerder als log gevoeld worden. Hetzelfde geldt voor veelvuldige verkiezingen van bestuurders ten gevolge van een kortere benoemingsperiode. Dit kan misschien het toezicht van de aandeelhouder op

---

<sup>318</sup> Opnieuw zou men de regel kunnen omdraaien en stellen dat een lagere rentabiliteit zou leiden tot hogere aandeelhoudersbescherming, aangezien regressie geen causaliteit bewijst.

<sup>319</sup> R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, R. VISHNY en A. SHLEIFER, "Law and finance", *Journal of Political Economy* 1998, 1152.

<sup>320</sup> V. BRUNO en S. CLAESSENS, "Corporate Governance and Regulation: Can there be too much of a good thing?", *ECCI - Finance Working Paper* 2008, 30-31, [www.ssrn.com/abstract=956329](http://www.ssrn.com/abstract=956329).

het bestuur verstevigen, maar kan lange termijnperspectieven van de bestuurders in de weg staan aan en zal ook hoge kosten met zich meebrengen.

Een bijkomende verklaring kan zijn *dat niet alle variabelen een invloed* hebben op de vennootschapsprestaties. BEBCHUCK et al.<sup>321</sup> gaf in 2004 reeds aan dat men, om de prestaties te koppelen aan aandeelhoudersbescherming, zich moet concentreren op zes variabelen in de plaats van de 24 zoals vooropgesteld door zijn entrenchment-index: staggered board<sup>322</sup>, limieten aan aandeelhoudersrechten om amendementen aan de statuten te realiseren, de mogelijkheid voor het gebruik van poison pills en supermeerderheidsvereisten voor overnames en amendering van de statuten.

Als dit zou gekoppeld worden aan een aantal bepalingen in de index van SIEMS & LELE betekent dit dat enkel rekening moet gehouden worden met variabelen I.1, I.10.3, I.12.1, I.12.2, I.14.2 en II.2.

Deze hypothese resulteerde niet in cijfergegevens omdat de aandeelhoudersbescherming met betrekking tot deze variabelen over de desbetreffende 8 jaar constant was. Een verband zal dus ook niet gevonden worden, aangezien de vennootschapsprestaties over deze periode daalden. Een verklaring hiervoor kan eventueel gevonden worden in de Amerikaanse origine van de (beperkte) index en de hoger reeds aangetoonde grote verschillen met de VS.<sup>323</sup>

Indien al deze bevindingen teruggekoppeld worden aan de hoger gestelde vragen omtrent de **ratio van het niet toepassen van bepaalde soft lawregels**, dan zou men gelet op de negatieve correlatie met de vennootschapsprestaties in de eerste plaats kunnen besluiten dat de non-compliance op het vlak van de bescherming tegen het bestuur gezien moet worden als een signaal vanwege de markt dat zij de aandeelhoudersbescherming als suboptimaal ervaart.<sup>324</sup>

Het staat dus **vast** dat er naar de toekomst moet worden afgestapt van de systematisch hogere aandeelhoudersbescherming aangezien deze trend tot nog negatievere vennootschapsprestaties zal leiden. Dit moet vermeden worden, daar een aandeelhouder immers niet enkel bescherming verwacht, maar ook rendement.

De wetgevende innovatie van de Belgische wetgever in 2010 en volgende met betrekking tot aandeelhoudersbescherming tegen het bestuur (grotendeels ter uitvoering van de Europese

---

<sup>321</sup> L. BEBCHUK, A. COHEN, A. FERREL, "What matters in Corporate Governance?", 2004, 40, [www.papers.ssrn.com/abstract\\_id=593423](http://www.papers.ssrn.com/abstract_id=593423).

<sup>322</sup> 'Staggered board' staat voor het mechanisme waarbij elk jaar een deel van de bestuurders van de raad van bestuur worden herverkozen, in de plaats van allen tegelijk. Deze vorm van bestuur wordt vaak ingesteld om vijandige overnamepogingen te ontmoedigen, aangezien de potentiële verwervers een langere tijd moeten wachten vooraleer ze de controle over het bestuur van een vennootschap zouden kunnen verkrijgen via de normale stemprocedure.

<sup>323</sup> Zie supra, p. 81 en volgende.

<sup>324</sup> Niettemin kan de tweede hypothese niet zomaar terzijde geschoven worden. Los van het feit dat de aandeelhoudersbescherming suboptimaal is, moet de stelling van onderdrukking van de minderheidsaandeelhouder door de grootaandeelhouder meegenomen worden in de beoordeling van welke beschermingsmaatregelen "tegen het bestuur" (althans voor België) naar de toekomst toe toch moeten gehandhaafd worden.

Aandeelhoudersrichtlijn) zou dus -gelet op het hoger weergegeven regressiemodel- negatievere vennootschapsprestaties met zich meebrengen, maar zal op zich zal niet noodzakelijk slecht zijn. Misschien zijn deze nieuwe beschermingsmechanismen net de noodzakelijke en moet er geschrapt worden uit deze die reeds lange tijd aanwezig zijn in het Belgisch gereguleerd landschap. Immers, hoger werd reeds gewezen op het feit dat bepaalde maatregelen uit deel I van de index ook vaak nuttige bescherming bieden tegen de grootaandeelhouder.

Het enige dat vaststaat, is dat er moet geprobeerd worden om de negatieve impact op vennootschapsprestaties te beperken. Een **oplossing** kan erin bestaan dat we de aandeelhoudersbeschermingsgraad gaan reduceren. Daarvoor moeten er naar de toekomst toe, afzonderlijke groepen variabelen getoetst worden aan de vennootschapsperformantie gevolgd door een rationele bedenking van de nood aan bepaalde rechten wanneer bepaalde variabelen negatief correleren met vennootschapsprestaties. De verkregen resultaten zeggen immers niet welk deel van de aandeelhoudersbescherming overbodig is.

Hierbij moet rekening gehouden worden met het feit dat bepaalde elementen die in de index in deel II werden gecatalogeerd misschien ook overbodig kunnen zijn. België heeft immers geen zuiver one tier-systeem meer door de instelling van onafhankelijke bestuurders en de samenstelling van de comités uit uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. De convergentie van de bestuursmodellen wordt reeds door verschillende auteurs erkend.<sup>325</sup> Misschien moet dan ook naar de toekomst toe eerder gedacht worden aan een andere set Governanceregels voor dit nieuwe model.

Daarbij kan bijvoorbeeld verwezen worden naar wat er hoger werd aangekaart met betrekking tot de instelling van onafhankelijke bestuurders.<sup>326</sup> Daar werd gewezen op de vele studies die op uiteenlopende invullingen van deze figuur wijzen, die stellen dat deze figuur onvoldoende zou bijdragen tot een goede Corporate Governance en die zelfs een negatief verband vinden met vennootschapsprestaties. Een diepgaande en longitudinale studie van het nut van deze figuur en de wijze waarop onafhankelijkheid wordt ingesteld in de Belgische vennootschappen gekoppeld aan een regressietoets met vennootschapsprestaties zou hierover uitsluitsel kunnen geven.

Vele studies werden al verricht met het oog het blootleggen van associaties met tal van mechanismen die een impact zouden kunnen hebben op de Corporate Governance. Elementen zoals hedge fund activisme<sup>327</sup>, de samenstelling van het bestuur<sup>328</sup>, de

---

<sup>325</sup> R. BREUER, "Corporate Governance in Europe", *Revue Bancaire et Financière* 2001, 259; K. HOPT en P. LEYENS, "Board Models in Europe - Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy", *ECGI Law Working Paper* 2004, 1-30, [www.ssrn.com/abstract=487944](http://www.ssrn.com/abstract=487944).

<sup>326</sup> Zie supra, p. 50 en volgende.

<sup>327</sup> Over de US: A. BRAV, W. JIANG, R. S THOMAS, S. RANDALL AND F. PARTNOY, "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", *ECGI - Finance Working Paper* 2006, *Journal of Finance* 2008, 1729, [www.ssrn.com/abstract=948907](http://www.ssrn.com/abstract=948907).

<sup>328</sup> S. BHAGAT en B.S. BLACK, "The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance", *Journal of Corporation Law* 2002, 231-273, [www.ssrn.com/abstract=133808](http://www.ssrn.com/abstract=133808); Zij bestudeerden de bestuurdersdiversiteit (als het percentage vrouwen, Afro-Amerikanen, Aziaten, Hispaniolen) in Fortune 1000-vennootschappen. M.R. HUTCHINSON, "An Analysis of the Association Between Firms' Investment

onafhankelijkheid van het bestuur<sup>329</sup>, het remuneratiebeleid<sup>330</sup>, de scheiding tussen de functie van CEO en de deze van de voorzitter van de raad van bestuur<sup>331</sup>, de intensiteit van de bestuurdersmonitoring,<sup>332</sup> de bestuurderseigendom<sup>333</sup> werden reeds onderzocht.

Een frappant voorbeeld hierbij is dat velen zowel in Amerikaanse als Europese vennootschappen een positief verband vinden met het in handen houden van aandelen als bestuurders.

Als dit gelinkt wordt aan de aanbeveling van de Europese Commissie met betrekking tot de vergoeding van bestuurders,<sup>334</sup> dan lijkt deze in afdeling IV de verloning via aandelen net te willen begrenzen en nauwgezet te reguleren. Zo wordt aanbevolen dat de algemene vergadering haar goedkeuring moet hechten aan het maximale aantal dat kan worden toegekend (6.2.b), de termijn waarop aandelenopties mogen worden uitgeoefend (6.2.c) enzovoort.

Dit illustreert nog maar eens het onbezonnen karakter van regulerende initiatieven.

Ik herhaal dus dat er op zoek moet gegaan worden naar nieuwe evenwichten en dat nieuw gegroepeerde variabelen elk afzonderlijk moeten getoetst worden aan vennootschapsprestaties.

---

Opportunities, Board Composition, and Firm Performance”, 2002, 1-39, <http://ssrn.com/abstract=295483>; Zij vond voor Australische vennootschappen een negatief verband tussen onafhankelijke bestuurders en vennootschapsprestaties. K.M. WAN, “Independent Directors, Executive Pay, and Firm Performance”, *EFMA Helsinki Meetings* 2003, 1-43, [www.ssrn.com/abstract=392595](http://www.ssrn.com/abstract=392595); Hij vond bij Amerikaanse vennootschappen geen verband.

<sup>329</sup> Over Amerikaanse vennootschappen waarbij geen associatie werd vastgesteld: S. BHAGAT en B. S. BLACK, “The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance”, *Journal of Corporation Law* 2002, 231-273, [www.ssrn.com/abstract=133808](http://www.ssrn.com/abstract=133808); S. BHAGAT en B. J. BOLTON, “Corporate Governance and Firm Performance”, 2007, 1-58, [www.ssrn.com/abstract=1017342](http://www.ssrn.com/abstract=1017342); Ze vonden een negatief verband tussen toekomstige performantie en onafhankelijkheid van het bestuur.

<sup>330</sup> Z. P. MATOLCSY en A. WRIGHT, “CEO Compensation Structure and Firm Performance”, 2007, 1-43, [www.ssrn.com/abstract=971300](http://www.ssrn.com/abstract=971300); L. D. BROWN en M. L. CAYLOR, “Corporate Governance and Firm Performance”, 2004, 1-53, [www.ssrn.com/abstract=586423](http://www.ssrn.com/abstract=586423); BROWN en CAYLOR bevonden dat de Gov-Score meer gelinkt is aan vennootschapsprestaties dan de G-index en dat Governancemaatregelen op vlak van remuneratie van bestuurders het meest geassocieerd zijn met vennootschapsprestaties.

<sup>331</sup> M. M. SCHMID en H. ZIMMERMANN, “Should Chairman and CEO Be Separated? Leadership Structure and Firm Performance in Switzerland”, 2008, 182-205, [www.ssrn.com/abstract=696381](http://www.ssrn.com/abstract=696381); Bij Zwitserse vennootschappen werd geen verschil in vennootschapsprestaties opgemerkt. S. BHAGAT en B. J. BOLTON, “Corporate Governance and Firm Performance”, 2007, 1-58, [www.ssrn.com/abstract=1017342](http://www.ssrn.com/abstract=1017342). Zo vond men wel al een positieve correlatie met aandelenbezit van bestuursleden en de scheiding tussen de functie van CEO en bestuurder ten opzichte van operationele performantie, maar niet met beursmarktperformantie.

<sup>332</sup> I. E. BRICK en N. K. CHIDAMBARAN, “Board Meetings, Committee Structure, and Firm Performance”, 2007, 1-54, [www.ssrn.com/abstract=1108241](http://www.ssrn.com/abstract=1108241). Zij vonden een lichte stijging in de vennootschapsprestaties.

<sup>333</sup> A. SPITZ en E. MULLER, “Managerial Ownership and Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises”, *ZEW Discussion Paper* 2001, 1-72, [www.ssrn.com/abstract=327567](http://www.ssrn.com/abstract=327567). Voor Duitse kleine en middelgrote ondernemingen vonden ze tot op een bepaald niveau bij 80% een positief effect (maar niet meer voor hogere aandelen). S. BHAGAT en B. J. BOLTON, “Corporate Governance and Firm Performance”, 2007, 1-58, [www.ssrn.com/abstract=1017342](http://www.ssrn.com/abstract=1017342). Zij vonden wel een positieve correlatie met aandelenbezit van bestuursleden en de scheiding van de functie van CEO en bestuurder ten opzichte van operationele performantie, maar niet met beursmarktperformantie. C. FLORACKIS, A. KOSTAKIS en A. OZKAN, “Managerial Ownership and Corporate Performance”, *Journal of Business Research* 2008, 1-34, [www.ssrn.com/abstract=1092406](http://www.ssrn.com/abstract=1092406). Zij vonden bij lage percentages aandelen (i.e. 15%) een sterk positief verband, maar niet met middelmatige of hogere percentages.

<sup>334</sup> Aanbeveling van 2004/913/EG van de Europese Commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen 2004/913/EG, *Pb. L.* 29 december 2004, afl. 385, 55-59.

De boodschap van mijn bevindingen is dus: “**less is more**”. Daarbij mag uiteraard de invloed van socio-economische situaties niet uit het oog verloren worden. Zoals deel A van onze studie heeft aangetoond kan ook dit het aandeelhouderbeschermingsbeeld vertekenen.<sup>335</sup>

#### **iv. Besluit**

##### ❖ *Op het vlak van de bronnen*

De vraag of Corporate Governancemaatregelen het best worden verwezenlijkt via wetgeving, praktijk of soft law leidt tot een eindeloze discussie.

In deze studie komt voor België duidelijk **het belang van alle bronnen** naar voren.

Daarbij is algemeen duidelijk op te merken dat de wet zichzelf meer en meer profileert als de standaardbron voor aandeelhoudersbescherming, waarbij ze heel vaak maatregelen uit de soft law-bron gaat opsorpen.

Niettemin zijn ook de twee andere bronnen belangrijk. De ‘praktijk’ verzorgde immers oorspronkelijk het grootste en nog steeds een aanzienlijk deel van de bescherming tegen de grootaandeelhouder. Soft law daarentegen omvat wel een kleiner aandeel, maar waar ze oorspronkelijk een groot deel vertegenwoordigde bij de bescherming tegen de grootaandeelhouder, is ze nu toch belangrijker geworden bij de bescherming tegen het bestuur.

Het is sowieso onmogelijk om de **effectiviteit** van alle instrumenten te bestuderen aangezien geen gegevens bekend zijn over de naleving van de dwingende wet of de navolging van rechtspraak, rechtsleer en statutaire regelen. Daarvoor zou men voor de eerste een analyse moeten doorvoeren van alle civielrechtelijke en strafrechtelijke geschillen. Voor wat betreft de laatste zou men onder meer alle statutaire regelingen moeten raadplegen. Dit is dus quasi onmogelijk. De toepassing van soft law daarentegen lijkt me eerder makkelijker getoetst te kunnen worden. Er zijn reeds heel wat studies verschenen die resultaten over de compliancegraad van Corporate Governance-codes en de opvolging van hun voorlopers onder de vorm van aanbevelingen *documenteren*.<sup>336</sup>

Een ander voordeel van **soft law** is dat de naleving ervan geïnterpreteerd kan worden als een *weerspiegeling van het marktklimaat*.

Het is wel zo dat men via soft law makkelijk bepaalde regels in de markt doorgang kunnen vinden ten gevolge van marktdruk, die niet noodzakelijk de meest efficiënte zijn. Zo meenden we in deel A te ondervinden dat zaken zoals regulatory competition, regulatory capture en incidentgedreven regulering de voornaamste drijfveren waren voor een hogere

---

<sup>335</sup> Zie supra, p. 74 en volgende.

<sup>336</sup> E. WYMEERSCH, “The Corporate Governance “Codes of Conduct”: between state and private law”, *WPS FLI* 2007, 24, [www.ssrn.com/abstract=1032596](http://www.ssrn.com/abstract=1032596); Hij verwijst ook naar het feit dat de naleving van de codes beter gedocumenteerd is en waarschijnlijk hoger dan van vele door de wetgever vooropgestelde regels.

aandeelhoudersbescherming na de jaren '86. In België was dit vooral zichtbaar in de aanbevelingen vanaf 1998 en later de Corporate Governance codes.

Maar net zo makkelijk als deze mechanismen doorgang vinden, kunnen ze ook net zo snel weer gecorrigeerd worden. De markt zal zichzelf corrigeren door competitie, zelfbelang en vraag en aanbod<sup>337</sup> in combinatie met een kosten-batenanalyse<sup>338</sup> en dus uiteindelijk werken naar een evenwicht en optimalisatie. Zo interpreteerde ik de non-compliance op het vlak van soft law als een haltsignaal vanwege de markt tegen systematisch verhoogde aandeelhoudersbescherming.

Vóór soft law pleit dus ook hoofdzakelijk haar *flexibiliteit*. Zo kan een regel bijvoorbeeld minder noodzakelijk aanvoeld worden bij vennootschappen die verschillen in grootte. Het comply-complainmechanisme bij Corporate Governance codes geeft dan ook de mogelijkheid om van de regeling af te wijken wanneer deze volgens hen inefficiënt lijkt. Een wetgevend initiatief daarentegen wordt opgedrongen zonder ruimte voor appreciatie. Deze flexibiliteit kan ook teruggevonden worden bij rechtspraak en rechtsleer, maar deze bronnen zijn in beginsel ook derivaten van bestaande wetgeving (hoewel de afleidingen soms zeer ver gaan) en zijn vooral minder controleerbaar en dus minder geschikt.

Flexibiliteit biedt ook een meerwaarde in situaties waar standaarden constant onderhevig zijn aan fluctuaties. Zo wijzigen de opvattingen over invulling van de noodzakelijke Corporate Governance maatregelen uitermate snel. De invulling van 'onafhankelijke bestuurder' kan daarbij als duidelijk voorbeeld gegeven worden van zo'n wisselvallig topic.<sup>339,340</sup>

Tegen soft law pleit duidelijk het *gebrek aan directe afdwingbaarheid*. Bij systemen met een verspreid aandeelhouderschap kan het bestuur systematisch weigeren bepaalde regelen die hun macht al te zeer beknotten door te voeren. In vennootschappen met een geconcentreerd aandeelhouderschap daarentegen heeft de grootaandeelhouder voldoende macht om het

---

<sup>337</sup> De invisible hand-theorie werd voor het eerst geciteerd in A. SMITH, *The Wealth of Nations*, New York, Cosimo, 2007, 351, [www.bibliomania.com/2/1/65/112/frameset.html](http://www.bibliomania.com/2/1/65/112/frameset.html).

Uiteraard propageer ik hier niet dat het marktmechanisme het ultieme redmiddel zou zijn. KEYNES stelde terecht dat het marktmechanisme ook haar grenzen kent, waar overheidsregulering een goeie toevoeging kan zijn. J.M. KEYNES, *The general theory of employment, interest and money*, New Delhi, Atlantic, 2006, xii-xxiv.

<sup>338</sup> G. BLAUWENS, *Welvaartseconomie en kosten-batenanalyse*, Deurne, MIM, 1988, 194 p.; E.J. MISHAN en E. QUAH, *Cost benefit Analysis*, London, Routledge, 1988, 315 p.

<sup>339</sup> Deze flexibiliteit wordt door GUZMAN en MEYER 'the delegation theory' genoemd. Daarnaast pleiten ook 'the loss avoidance theory' vóór soft law waarin men argumenteert dat soft law meer aangewezen is in situaties waarbij de verwachte marginale kost (ten gevolge van verliezen door overtredingen van de wet) groter zou zijn dan de marginale voordelen van het afschrikkingseffect van wetgeving. In tweede instantie, suggeren ze ook nog dat soft law meer aangewezen is om coördinatie op te lossen waarbij het bestaan van een brandpunt voldoende is om compliance te genereren. Ten derde is er nog het concept 'International common law' (ICL), waarbij men observeert dat de beslissingen van internationale tribunaal niet bindende interpretaties zijn van bindende wettelijke regels. ICL zou instellingen dan de mogelijkheid bieden om zonder totale overeenstemming tussen staten gebonden te zijn door wettelijke regelen en dus makkelijker kunnen leiden tot een diepere samenwerking. A. T. GUZMAN en T. L. MEYER, "Explaining soft law", 2009, 44, [www.ssrn.com/abstract=1353444](http://www.ssrn.com/abstract=1353444).

<sup>340</sup> Ook LEYENS ziet het nut in van de Corporate Governance codes. Hij bepleit het volgende: "More flexibility in board structuring and self-regulation through codes of conduct are the trends of modern corporate governance in Europe. High degrees of flexibility are needed in core areas of internal Corporate Governance like the independence on board level." P. C. LEYENS, "Internal Corporate Governance in Europe - Towards a More Market-Based Approach", *Kyoto Journal of Law and Politics* 2007, 31, [www.ssrn.com/abstract=1119527](http://www.ssrn.com/abstract=1119527).



bestuur naar zijn hand te zetten, wat er dan ook weer voor kan zorgen dat beschermende maatregelen voor de minderheidsaandeelhouder geen doorgang vinden.

Niettemin brengt het comply or complain-mechanisme (vooral nog enkel bij Corporate Governancecodes) al in beperkte mate soelaas daar men toch minstens een verantwoording moet geven voor het niet toepassen van de regel. Uiteraard zou sanctionering van afwezige motiveringen door een toezichthouder dit mechanisme versterken. Een inhoudelijke toets van de motivering zou dan weer te verregaand zijn, gelet op het daaraan verbonden waardeoordeel dat de flexibele marktwerking zou kunnen tegenwerken. Immers, aandeelhouders die geconfronteerd worden met gebrekkige motiveringen kunnen steeds stemmen met de voeten.

Een tweede bedenking bij dit negatieve punt is dat soft law als ‘marktmechanisme’ ook wordt blootgesteld aan hevige (positieve) marktdruk. Vooral in de niche waarrond deze masterproef werkt, ‘Corporate Governance’, staan de schijnwerpers letterlijk op de vennootschappen gericht. Compliance staat gelijk aan een goed imago, het creëren van een gunstig investeringsklimaat en dus ook het aantrekken van investeerders.

Naar mijn mening is soft law dus een uiterst gepaste techniek, zeker wat betreft thema’s die verschillen van markt tot markt en van vennootschap tot vennootschap (bijvoorbeeld gelet op de samenstelling van de aandeelhoudersstructuur en hun grootte). Haar flexibiliteit kan eerder leiden tot een optimaal evenwicht in combinatie met een corrigerende hand van de overheid daar waar haar gebreken de kop op steken en zelfbelang niet leidt tot optimalisatie. Volgens mij reflecteert soft law beter de wens van de markt en is het een nuttig basisinstrument naast wetgeving.

Dit is volgens mij een correctere benadering, eerder dan te vertrekken van de gedwongen hand van de wetgever aangevuld door het marktmechanisme.

Ik sluit mij dus ook aan bij de opvatting van WYMEERSCH die ook de effectiviteit van de codes beschrijft en zich de vraag stelt of het niet nuttig zou kunnen zijn om wettelijke mechanismen te ontwikkelen die zelf-regulering meer efficiënt maken, zonder haar volledig om te zetten in wetgeving.<sup>341</sup>

#### ❖ Op het vlak van de aandeelhoudersbeschermingsgraad

Hoger concludeerde ik dat het huidige aandeelhoudersbeschermingsmodel niet optimaal is gelet op de negatieve correlatie met vennootschapsprestaties.<sup>342</sup>

Wat vast staat, is dat systematisch hogere aandeelhoudersbescherming weliswaar het vertrouwen van de markten kan versterken, maar een negatief effect heeft op het rendement van de activa.

---

<sup>341</sup> E. WYMEERSCH, “The Corporate Governance “Codes of Conduct”: between state and private law”, *WPS FLI* 2007, 24, [www.ssrn.com/abstract=1032596](http://www.ssrn.com/abstract=1032596).

<sup>342</sup> Dit leidde ik ook af uit het niet naleven van bepaalde door soft law voorgestelde beschermingsmechanismen.)

Ik stel dan ook voor om te snoeien in de huidige aandeelhoudersbescherming en op zoek te gaan naar die elementen die echt hun nut kunnen bewijzen in het eigen (Belgische) Governancemodel.

De grote vraag is welke maatregelen moeten blijven, welke moeten verwijderd worden en welke nog moeten worden ingevoerd. Deze moet nog naar de toekomst toe uitgeklaard worden met behulp van een diepgaand onderzoek van de afzonderlijke variabelen en groepen variabelen.

Daarbij moet in het achterhoofd gehouden worden dat de mechanismen die (op grond van de in deze studie gehanteerde index) beschermen tegen het bestuur, eigenlijk ook bescherming kunnen bieden in situaties waar de minderheidsaandeelhouder onderdrukt wordt tegen de grootaandeelhouder en mogen dus niet zomaar als minder belangrijk worden terzijde geschoven omwille van het in België hoofdzakelijk aanwezige geconcentreerde aandeelhouderschap.

De vele studies die reeds verschillende elementen van Corporate Governance hebben onderzocht, kunnen daarbij als leidraad gaan gelden en eventueel de aandacht vestigen op zaken die we tot op heden als optimaal aanschouwden maar in werkelijkheid een averechts effect hebben in bepaalde Governancemodellen zoals bijvoorbeeld de figuur van de onafhankelijke bestuurder. Dit geldt echter ook vice versa. Bepaalde mechanismen die vandaag als grote boosdoener worden beschouwd, kunnen misschien een positief effect hebben op de Corporate Governance zoals bijvoorbeeld het aandelenbezit van bestuurders.

Ook moet het advies van BEBCHUK et al. meegenomen worden daar waar ze stellen dat niet alle aandeelhoudersbeschermingsvormen een invloed hebben op vennootschapsprestaties.<sup>343</sup>

Met deze gegevens in het achterhoofd kan met nieuwe wapens ten strijde getrokken worden in de zoektocht naar optimalisatie van aandeelhoudersbescherming en de kosten hiervan.

---

<sup>343</sup> L. BEBCHUK, A. COHEN en A. FERREL, "What matters in Corporate Governance?", 2004, 40, [www.ssrn.com/abstract\\_id=593423](http://www.ssrn.com/abstract_id=593423).

## TITEL IV. ALGEMEEN BESLUIT

Deze studie heeft zich gewaagd aan een leximetriscche onderzoek van de Belgische aandeelhoudersbescherming aan de hand van een 60 variabelen lange index opgesteld door M. SIEMS & P. LELE over een periode van 40 jaar.

### 1. RECHTSVERGELIJKENDE STATISTISCHE ANALYSE VAN 1970 TOT 2005

#### A. Verklaringen op basis van de leximetriscche resultaten uit deel A

In een eerste fase heb ik voor de periode van 1970 tot 2005 een rechtsvergelijkende statistische analyse gemaakt tussen de Belgische beschermingsmaatregelen en de door SIEMS & LELE verworven resultaten voor Frankrijk, Duitsland, de Verenigde Staten, India en het Verenigd Koninkrijk. Hierbij doelde ik op een toets aan de bestaande theorieën en voornamelijk deze van de legal origins-literatuur en de path dependencies-leer.

In eerste instantie werd het aandeelhoudersbeschermingsniveau bestudeerd en vervolgens de convergentie.

##### i. Sterke convergentie naar 2005 toe

Algemeen kon naar 2005 toe een sterke convergentie op het vlak van aandeelhoudersbescherming worden waargenomen tussen België, Frankrijk, Duitsland, de VS, het VK en India.

##### ii. Stijgende trend van de bescherming tegen het bestuur ten gevolge van regulatory capture, competition en incidentgedreven wetgeving

Wat betreft de bescherming tegen het bestuur suggereerde ik dat Engeland wellicht het voortouw nam in de E.U bij het introduceren van Governancemaatregelen ter bescherming tegen het bestuur ten gevolge van opeenvolgende incidenten. De andere landen volgden gestuwd door regulatory capture en regulatory competition. De voorkeur voor het Engelse recht kan voortvloeien uit het feit dat, indien de stimulans tot hogere aandeelhouderbescherming afkomstig is vanuit de markt, men ook de principes van een land met een sterke marktontwikkeling als standaard gaat nemen. Daar het VK aan deze eigenschappen voldoet en tevens lid is van de EU kan dit haar leidende rol verklaren.

Dit wordt ook bevestigd door de bevindingen op grond van de totale convergentie. Daaruit bleek immers dat Engeland hier het meest mainstreame beschermingsmaatregelen biedt.

Uit de bevindingen van convergentie van de Belgische maatregelen ten opzichte deze van andere landen, kon ook afgeleid worden dat de Belgische regelen op het vlak van bescherming tegen het bestuur het dichtst aanleunen bij die van andere Europese landen.

**iii. Beschermingsgraad tegen de grootaandeelhouder is hoger bij landen met geconcentreerd aandeelhouderschap en wordt doorkruist door socio-economische invloeden**

Op het vlak van de bescherming tegen de grootaandeelhouder daarentegen viel het op dat landen met een geconcentreerd aandeelhouderschap hier duidelijk samenhouden en het hoogste beschermingsniveau bieden. In de figuren van de convergentie van België ten opzichte de andere landen kon ook afgeleid worden dat België als land met een hoofdzakelijk geconcentreerd aandeelhouderschap het best bij landen met eenzelfde eigendomsstructuur aanleunt. Niettemin werden dan weer afwijkingen genoteerd voor India en de VS, die ik poogde te verklaren door socio-economische invloeden, waardoor ook de padafhankelijkheidstheorie hier beperkte doorgang kon vinden.

**iv. Mengelmoes van theoriën**

Na een grondige check-up van de scores op de gehele en de twee grote onderdelen van de index wat betreft hun beschermingsniveau en convergentiegraad, ben ik van mening dat de legal origins-theorie als verklaring voor de aandeelhoudersbeschermingsverschillen uiterst onvoldoende is. Volgens mij hebben deze effecten doorheen de jaren sterk hun invloed verloren. Enkel in de verhouding India-Engeland en dan enkel wat betreft de bescherming tegen het bestuur is er nog ruimte voor legal transplant-invloeden.

De traditionele onderverdelingen zoals bijvoorbeeld deze tussen civil law en common law en deze tussen one tier- en two tier-systemen boden geen soelaas.

Ik zag me daarentegen genoodzaakt om een mengelmoes van theorieën aan te spreken met het oog op de verklaring van mijn bevindingen. De legal origins-theorie wordt vaak verdrongen door mondialiserings- en Europeaniseringsbewegingen en tevens gehinderd door socio-economische factoren, waardoor ook de padafhankelijkheidstheorie moest aangesproken worden.

Het feit dat de legal origins-theorie niet zaligmakend is, werd ook recent door SIEMS & DEAKIN onderkend; zij roepen zelfs op tot onderzoek van de socio-economische impact op de regelgeving.<sup>344</sup>

---

<sup>344</sup> M. SIEMS en S. DEAKIN, "Comparative law and finance: past, present and future research", 2010, 17, [www.ssrn.com/abstract=1428247](http://www.ssrn.com/abstract=1428247).

## **B. Aanbevelingen op basis van de verklaringen uit deel A**

### **i. De zichtbare convergentie is geen goede evolutie**

Gelet op de hoger aangetoonde diverse verklaringen, die ook doorkruist worden door socio-economische eigenheden, suggereer ik dat de duidelijk zichtbare convergentie geen goede evolutie is. HERTIG meent ook dat de landenspecifieke eigenheden het positief effect van de convergentie in de weg staan.<sup>345</sup> Hierbij aansluitend kan ook gewezen worden naar de stelling van ARMOUR die regulatory competition ziet als een uitstekend instrument dat als motor zou dienen voor de vennootschapsrechtelijke ontwikkelingen in de lidstaten en zou leiden tot divergente systemen.<sup>346</sup> Ook hieruit kan men afleiden dat convergentie niet de optimale uitkomst is.

### **ii. Voor Europese harmonisering is er weinig ruimte**

Als deze stelling wordt doorgetrokken, i.e. convergentie is niet optimaal, dan zou dit impliceren dat ook voor Europese harmoniserende regelgeving in de Corporate Governance-niche weinig ruimte is weggelegd.

LAGA<sup>347</sup> en HERTIG<sup>348</sup> pleiten dan ook, volgens mij terecht, voor een Europese ondersteuning via principes, eerder dan al te gedetailleerde en strakke regels. ARMOUR wijst verder op het feit dat harmoniserende wetgevende dwingende regelen moeten vermeden worden omdat ze twee risico's met zich meebrengen. In de eerste plaats spoort harmonisering aan tot convergentie, waar dit onaanvaardbaar zou zijn, aangezien 'one size does not fit all'. Ten tweede bevindt de Europese wetgever zich volgens hem niet in de positie om er het beste model uit te kiezen dat in alle situaties binnen de EU bevredigend zou zijn.<sup>349</sup> In het licht van deze motivering zou dus

---

<sup>345</sup> G. HERTIG, "On-Going Board Reforms: One-Size-Fits-All and Regulatory Capture", *ECGI Law working paper* 2005, 21, [www.ssrn.com/abstract=676417](http://www.ssrn.com/abstract=676417).

<sup>346</sup> J. ARMOUR, "Who should make the regulation? EC Regulation versus Regulatory competition", *EGCI Working Paper* 2005, 1-31, [www.ssrn.com/abstract=676417](http://www.ssrn.com/abstract=676417).

<sup>347</sup> H. LAGA en F. PARREIN, "Corporate governance in a European perspective", 2010, 41, [www.ssrn.com/abstract=1547722](http://www.ssrn.com/abstract=1547722). De auteurs stelden het als volgt: "Because of the difference in problems European companies are confronted with, European Corporate Governance should limit itself to formulating general principles - the independence of the board of directors, protecting the "shareholders' voice", the protection of the minority shareholder."

<sup>348</sup> G. HERTIG, "On-Going Board Reforms: One-Size-Fits-All and Regulatory Capture", *ECGI Law working paper* 2005, 21, [www.ssrn.com/abstract=676417](http://www.ssrn.com/abstract=676417). Hij stelde dit als volgt: "It is thus urgent for board reformers to have a hard look at the "minimum standards" they have enacted or are currently considering, with the objective of further simplifying them. In order to minimize trade-off and "one-size-fit-all" issues, principles should be the norm, detailed rules the absolute exception."

<sup>349</sup> J. ARMOUR, "Who should make the regulation? EC Regulation versus Regulatory competition", *EGCI Working Paper* 2005, 51-52, [www.ssrn.com/abstract=676417](http://www.ssrn.com/abstract=676417).

ook de omzetting van de Verordening m.b.t. de aandeelhoudersbescherming een spijtige ontwikkeling zijn. Dit wordt ook door SIEMS geargumenteed.<sup>350</sup>

Ik sluit me op basis van de bevindingen uit mijn studie aan bij de stellingen van deze auteurs en besluit ook dat de EU zich naar de toekomst toe moet beperken tot het formuleren van principes in de Corporate Governanceniche.

## **2. DE BELGISCHE AANDEELHOUDERSBESCHERMING VAN 1970 TOT 2010: BRONNEN EN LAW & FINANCE**

In een tweede deel heb ik de Belgische aandeelhouderbescherming bestudeerd over een periode van 1970 tot 2010.

Daarbij werd eerste een analyse gemaakt van de evolutie na 2005. Vervolgens werd de verhouding van de bronnen in België op het vlak van aandeelhoudersbescherming bestudeerd. Tot slot werd ook niet-comparatieve law&finance-toepassing gemaakt middels het doorvoeren van een correlatie- en regressieanalyse tussen de aandeelhoudersbeschermingsgraad en enerzijds de beursmarktevolutie (over een periode van twintig jaar) en anderzijds vennootschapsprestaties (over een periode van acht jaar.)

### **A. Verklaringen op basis van de leximetrische resultaten uit deel B**

#### **i. Evolutie na 2005**

De totale Belgische aandeelhouderbeschermingsgraad kent na 2005 eerst een kleine daling en wordt daarna gevolgd door een significante stijging naar 2010 toe. Deze stijging doet zich voor op het vlak van de bescherming tegen het bestuur.

#### **ii. De bronnen**

❖ *Elke bron bewijst zijn nut.*

Een analyse van de verhouding tussen de verschillende bronnen van aandeelhoudersbescherming over 40 jaar wees uit dat elk van de drie bronnen wel degelijk zijn

---

<sup>350</sup> M. SIEMS, "The case against harmonization of shareholder rights", *European Business Organization Law Review* 2005, 549-552, [www.ssrn.com/abstract=879270](http://www.ssrn.com/abstract=879270).

nut bewijst, waarbij de wet zich steeds meer profileert als standaardbron, maar waar ook praktijk bij de bescherming van de aandeelhouders en soft law (naar het einde toe) op het vlak van bescherming tegen bestuur sterk aanwezig zijn.

❖ *Veel voordelen bij soft law als standaardbron*

Via een kort overzicht van de voor- en nadelen van de verschillende bronnen, zie ik binnen de niche van Corporate Governance-niche en aandeelhoudersbescherming heel wat voordelen in soft law als toekomstige standaardbron. De voornaamste redenen zijn een goeie documentatie van haar effectiviteit en naleving, het feit dat ze het marktklimaat kan weerspiegelen, haar enorme flexibiliteitsgraad en het feit dat haar gebrek aan directe afdwingbaarheid kan worden gecounterd met behulp van sanctioneringsmechanismen bij gebrek aan complain en de onderwerping aan marktdruk.

iii. Correlatie- en regressieanalyse

❖ *Een positieve regressie met beursmarktevolutie door een verhoogd vertrouwen.*

De positieve regressie met de beursmarktevolutie verklaar ik door een verhoogd vertrouwen in de markten. Dit resultaat bevestigt wel degelijk dat aandeelhoudersbescherming zijn nut heeft en dat de law matters-claim -althans voor België- een plausibele piste kan zijn.

❖ *Een negatief verband met vennootschapsprestaties ten gevolge van een suboptimale aandeelhoudersbeschermingsgraad.*

Voor het resultaat van de regressie met vennootschapsprestaties ligt dit anders. Ik ondervond er een negatief verband met de vennootschapsprestaties en wees dit toe aan het feit dat de aandeelhoudersbeschermingsgraad zou zijn.

Op grond van de resultaten en verklaringen uit deel A had ik hoger reeds besloten dat globale convergentie en Europese dwingende regeling geen goeie pistes zijn, gelet op de vele eigenheden van de verschillende Europese markten.

Het negatief verband met de vennootschapsprestaties voor België wijst in de eerste plaats aan dat de hoger opgemerkte regulatory capture, regulatory competition en incidentgedreven regulering een suboptimaal klimaat heeft gecreëerd, daar alle instanties wereldwijd streefden naar een hogere aandeelhoudersbeschermingsgraad zonder de bestaande specifieke Ggovernancemodellen en andere (mogelijks sociaal-economische) eigenheden in acht te nemen.

In de tweede plaats wegen ook de kosten van het gecreëerde beschermingsmodel klaarblijkelijk niet op tegen de baten ervan.

Andere auteurs kwamen ook reeds tot dergelijke conclusies. CLAESSENS en BRUNO concludeerden dat er waarschijnlijk een welbepaalde drempel van ontwikkelingsgraad is boven dewelke strikte regulering vennootschapsperformantie kan schaden. Zij benadrukten ook de aanwezigheid van de impliciete en expliciete kosten van Corporate Governance.<sup>351</sup>

## **B. Aanbevelingen op basis van de verklaringen uit deel B**

### **i. Less is more-approach**

Ik pleit dan ook voor een “less is more-approach” door enerzijds de reductie van de aandeelhoudersbeschermingsgraad met het oog op het verhogen van de vennootschapsprestaties en anderzijds via een zoektocht naar die variabelen die de negatieve impact op de vennootschapsprestaties bewerkstelligen gevolgd door een rationele analyse van hun nut en noodzakelijkheid.

### **ii. Soft law als standaardbron en een marktgedreven model**

Daarnaast geef ik ook de voorkeur aan soft law als standaardbron en Corporate Governancemaatstaf eventueel bijgestuurd door wettelijke dwingende principes. Deze wettelijke principes komen dan in de plaats van al te gedetailleerde regelingen.

In combinatie met hetgeen ik uit deel A heb besloten, denk ik dat een marktgedreven model in België hier duidelijk op zijn plaats is, daar zo makkelijker tot een optimaal niveau kan gekomen worden en dit makkelijk kan worden bijgestuurd.<sup>352</sup>

Een eerste stap in de richting van een soepeler klimaat kan dan ook de keuzevrijheid met betrekking tot het bestuursmodel zijn. Via deze optiemogelijkheid zou de keuze en het risico bij de echte eigenaars van de vennootschappen, de aandeelhouders, gelegd worden, eerder dan in de handen van de nationale overheid.<sup>353</sup>

---

<sup>351</sup> V. BRUNO en S. CLAESSENS, “Corporate Governance and Regulation: Can there be too much of a good thing?”, *ECGI - Finance Working Paper* 2010; 30-31, [www.ssrn.com/abstract=956329](http://www.ssrn.com/abstract=956329).

<sup>352</sup> Voor een marktgedreven benadering pleit ook LEYENS. Hij veralgemeent deze hypothese zelfs naar de volledige Europese Unie toe. Hij stelt dat staatsinterventie tot een minimum moet worden beperkt en dat flexibiliteit via gedragscodes de trend is van een moderne Corporate Governance in Europa. Hij benadrukt ook het grote belang van flexibiliteit zoals op het niveau van de onafhankelijkheid van het bestuur. Zie P. C. LEYENS, “Internal Corporate Governance in Europe - Towards a More Market-Based Approach”, *Kyoto Journal of Law and Politics* 2007, 29-32, [www.ssrn.com/abstract=1119527](http://www.ssrn.com/abstract=1119527).

<sup>353</sup> P. C. LEYENS, “Internal Corporate Governance in Europe - Towards a More Market-Based Approach”, *Kyoto Journal of Law and Politics* 2007, 30-31, [www.ssrn.com/abstract=1119527](http://www.ssrn.com/abstract=1119527).



### **3. NUT VAN DE LEXIMETRISCHE STUDIE**

Aan de hand van deze conclusies meen ik ten slotte ook heel duidelijk het nut van leximetriscche studies in het algemeen te hebben aangetoond. Naast het kunnen verstrekken van bovenstaande aanbevelingen en richtlijnen, kan de data van 40 jaar Belgische aandeelhoudersbescherming daarenboven ook dienst doen als vertrekpunt voor toekomstige studies in de zoektocht naar nieuwe verbanden en gekoppeld worden aan talrijke financiële data. Men kan ook de bestaande literatuur aanvullen met een verder uitgewerkte methodologie door de hoger aangegeven kritieken in aanmerking te nemen.