



Shareholder primacy in het Belgische vennootschapsrecht

De invloed van het arrest van het Hof van Cassatie van 28 november 2013

Margo Osier 103186

Promotor: Prof. Dr. Alain François

Academiejaar 2015-2016

Masterproef ingediend voor het behalen van de graad van
Master of Laws in de Rechten: Economisch recht



Dankwoord

Met het schrijven van dit dankwoord leg ik de laatste hand aan mijn thesis. Graag wil ik daarbij hen op wie ik in de loop van dit hele proces kon rekenen voor de nodige begeleiding, hulp en steun bedanken.

Allereerst dank ik Prof. Dr. Alain François, mijn promotor, voor het aanreiken van dit boeiende onderwerp, zijn begeleiding en zijn oordeelkundige suggesties.

Daarnaast ben ik ook Geoffrey, mijn vriend en voornaamste klankbord, ontzettend dankbaar voor zijn niet aflatende geduld en voor de nodige dosis "*scientific approach*".

Verder wil ik ook mijn ouders bedanken voor alle kansen, bemoedigende woorden en goede raad die zij mij hebben gegeven.

Mijn vader ben ik in het bijzonder dank verschuldigd. Hij liet immers zijn licht schijnen over elke zin die deze scriptie telt en wees mij met zijn talloze taalkundige suggesties steeds de weg op mijn continue zoektocht naar de juiste woorden.

Tot slot ook dank aan Maxime en Laetitia voor de vijf mooie studentenjaren die we samen aan de VUB hebben beleefd.

Inhoudstafel

Dankwoord	i
Inhoudstafel	ii
Inleiding	1
1. <i>Shareholder primacy</i>	5
1.1. <i>Shareholder primacy</i> : het theoretische model	5
1.1.1. Een theorie omtrent het doel van de vennootschap	5
1.1.2. De ontwikkeling van de theorie	5
1.1.3. Wat de theorie precies inhoudt	8
1.2. De stakeholdertheorie	8
1.3. Het debat en de voornaamste argumenten	10
1.3.1. De aandeelhouders zijn de eigenaars van de vennootschap	11
1.3.2. De aandeelhouders zijn de restrisicodragers van de vennootschap	13
1.3.3. <i>Agency</i>	15
1.3.4. Efficiëntie en werkbaarheid	19
1.3.5. Bescherming voor de aandeelhouders	22
1.3.6. Kortetermijndenken en -handelen	24
1.4. Besluit in verband met de <i>shareholder primacy</i> -theorie	28
2. <i>Shareholder primacy</i> en het vennootschapsbelang	30
2.1. Het vennootschapsbelang: een blanco-norm en toetssteen in het Belgische vennootschapsrecht	30
2.1.1. De afwezigheid van een wettelijke omschrijving van het vennootschapsbelang ...	30
2.1.2. De rol van het vennootschapsbelang binnen het vennootschapsrecht	31
2.2. Verschillende opvattingen omtrent het vennootschapsbelang	32
2.2.1. In de rechtsleer	33
2.2.2. In de rechtspraak	40
2.3. Eng blijkt dus niet altijd eng	42
2.3.1. De complementariteit van de modern enge en de ruime opvatting	42

2.3.2. Eng blijkt dus niet altijd eng: de theorie	43
2.3.3. Eng blijkt dus niet altijd eng: de casus	49
2.4. Het vennootschapsbelang en <i>shareholder primacy</i>	55
2.5. Het arrest van het Hof van Cassatie van 28 november 2013	57
2.5.1. Het arrest: de feiten die aan deze zaak ten grondslag liggen en de definitie van het vennootschapsbelang die erin wordt gegeven	57
2.5.2. Een keuze voor de modern enge opvatting en de gevolgen hiervan voor de andere <i>stakeholders</i>	59
2.5.3. De draagwijdte van de definitie van het Hof van Cassatie	62
2.6. Besluit aangaande <i>shareholder primacy</i> en het vennootschapsbelang	63
3. De modern enge opvatting omtrent het vennootschapsbelang in België en <i>enlightened shareholder value</i> in het Verenigd Koninkrijk: een vergelijking	65
3.1. <i>Enlightened shareholder value</i>	65
3.1.1. De nieuwe <i>Companies Act</i> van 2006	66
3.1.2. Het “ <i>enlightened effect</i> ” van artikel 172 (1) van de nieuwe <i>Companies Act</i>	68
3.1.3. De voordelen en de nadelen van het <i>enlightened shareholder value</i> -model	72
3.2. <i>Enlightened shareholder value</i> en de modern enge opvatting omtrent het vennootschapsbelang	73
3.2.1. De gelijkenissen en de punten van verschil	73
3.2.2. Slotbeschouwingen bij deze vergelijking	77
Conclusie	79
Bibliografie	81

Inleiding

1. De *shareholder primacy*-idee leeft heden ten dage in heel de wereld bij iedereen die zich bezig houdt met *corporate governance*. In deze thesis gaat het over *shareholder primacy* in het Belgische vennootschapsrecht.

De grote vraag die in dit kader rijst is die naar de partijen waarmee het bestuur in zijn besluitvorming rekening dient te houden. Is het met andere woorden sociaal acceptabel, economisch effectief en juridisch gerechtvaardigd dat het bestuur van vennootschappen volledig bepaald wordt door het optimaliseren van de opbrengst voor de aandeelhouders? Of moet ook rekening gehouden worden met de andere belanghebbende partijen, de zogenaamde *stakeholders*, en met hun belangen in deze context?

Deze thematiek is natuurlijk niet nieuw maar werd door de recentste crisis, die in de herfst van 2008 het globale financieel-economische systeem brutaal dooreen schudde, weer brandend actueel.¹

Immers, rond de eeuwwisseling werd verkondigd dat het op *shareholder primacy* gebaseerde Anglo-Amerikaanse *corporate governance*-model succes boekte en de Europese modellen naar deze aanpak toe zouden convergeren. Echter, een cascade aan implosies van referentievennootschappen aan beide kanten van de Atlantische Oceaan aan het begin van deze eeuw en de ondergang van grote banken als Northern Rock en Lehman Brothers maakten dat de tekortkomingen van het zo gepropageerde Anglo-Amerikaanse systeem duidelijk werden en dat de investeerders hun vertrouwen verloren.² Dit heeft geleid tot een verandering van de *rules of the corporate game*. De vennootschapsbesturen overal ter wereld zagen zich daardoor genoodzaakt om de bestaande mentaliteit te veranderen en zo vennootschappen te creëren die duurzaam zijn en economisch, ethisch en sociaal verantwoord. Enkel zulke duurzame en efficiënte vennootschappen zouden in de toekomst standhouden.³

2. In dit kader zullen een aantal aspecten in drie opeenvolgende onderdelen nader worden bekeken.

Een eerste deel focust op de *shareholder primacy*-idee zelf. Het is mijn doel om een beeld te schetsen van deze idee, haar ontstaan en haar inhoud. Verder ga ik ook kort in

¹ X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 157.

² L., FRANKIGNOUL, "La crise bancaire de 2008, de Cleveland à Bruxelles", *RFDL* 2009, 604-605; S.M., BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, Oxford University Press, 2012, 4-5; L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 4-5.

³ S., ANDREADAKIS, "Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?" in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 415.

op haar intellectuele tegenhanger, de stakeholdertheorie, als aanloop naar een analyse van het debat dat tussen de voor- en tegenstanders van beide benaderingen gaande is. Hierbij wordt ingegaan op de zes argumenten die in deze context courant worden aangehaald. Tot slot zal ik bij de analyse van deze argumenten, voor zover relevant, telkens ook nakijken tot welke vragen en moeilijkheden het gebruik van deze argumenten in een Belgische context aanleiding geven en in welke mate zij naar Belgisch recht standhouden.

Het tweede deel van deze verhandeling heeft betrekking op het concept van het vennootschapsbelang en het arrest van het Hof van Cassatie van 28 november 2013⁴, waarin het Hof voor de eerste keer een duidelijke omschrijving van dit begrip geeft.

In dit hoofdstuk worden eerst de neutraliteit van de wetgever tegenover deze notie, het daarbij aansluitende lopende debat en de voornaamste opvattingen omtrent de invulling ervan in de Belgische rechtspraak en rechtsleer in kaart gebracht. Aansluitend komen we tot een eigen, persoonlijke opvatting in verband met het vennootschapsbelang en zijn inhoud, gevolgd door een oefening waarbij de drie belangrijkste opvattingen toegepast worden op twee concrete casussen. Vervolgens wordt de link tussen het concept van het vennootschapsbelang en de *shareholder primacy*-idee ontleed. Tot besluit wordt het onderhavige arrest van het Hof van Cassatie besproken en geanalyseerd.

Zo komen we uiteindelijk terecht bij de volgende vragen: hoe zal dit arrest het Belgische vennootschapsrecht beïnvloeden en op welke manier zal het de positie van België in deze globale discussie bepalen?

Daarop wordt verder ingegaan in het derde, rechtsvergelijkende deel. In dit laatste hoofdstuk wordt de zgn. zachtere *shareholder primacy*-aanpak die het Hof van Cassatie met de betrokken uitspraak lijkt te onderschrijven, vergeleken met deze die met de nieuwe *Companies Act* van 2006 in het Verenigd Koninkrijk werd geïntroduceerd. Eerst en vooral wordt hier het ontstaan en de inhoud besproken van artikel 172 van deze wet, die de kern uitmaakt van deze wettelijke bevestiging van de *enlightened shareholder value*-benadering. Ook worden er enkele vraagtekens geplaatst bij zijn *enlightened* effect en de verandering die het werkelijk met zich meebrengt. Er wordt tevens ingegaan op zijn voornaamste voor- en nadelen. Vervolgens worden de gelijkenissen en de verschillen tussen de voornaamste aspecten van dit model en van het model dat door het Hof van Cassatie voorop wordt gesteld, onder de loep genomen. Dit allemaal met het doel de parallellen tussen deze twee "zachtere" *shareholder primacy*-benaderingen te beoordelen en om te kunnen oordelen wat de gevolgen daarvan zijn in verband met hun positionering in het globale debat. Groeien de visies in beide landen dichterbij elkaar toe? Evolueren ze verder van *shareholder primacy* weg of komen ze er net dichterbij?

⁴ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 286-288.

3. Uiteraard kunnen we het vennootschapsrecht in België en het Verenigd Koninkrijk niet los zien van zijn Europese dimensie, maar de regelgeving ter zake op EU-niveau is nog in volle ontwikkeling. Hoewel er op Europees niveau zeker respect is voor de rechtstradities en de ondernemingsstructuren van de lidstaten, acht men het binnen de Commissie toch opportuun om het regelgevend kader ter zake aan te passen aan de behoeften van de hedendaagse samenleving en het veranderende economische klimaat.⁵ In dit kader werd er een openbare raadpleging voorzien die resulteerde in een actieplan van de Europese Commissie⁶ met initiatieven op het vlak van vennootschapsrecht en *corporate governance* en er volgde ook een groenboek over deze materie.⁷

Ondanks duidelijke initiatieven en voornemens zijn er op dit specifieke vlak evenwel nog geen uitgewerkte regelingen tot stand gekomen. Op het niveau van de EU wordt geen uitdrukkelijk standpunt over *shareholder primacy* ingenomen. Maar uit bepaalde ingrepen en documenten, zoals o.m. het Winterrapport⁸ van 2002 en de maatregelen die in navolging hiervan tot stand zijn gekomen, komt wel een zekere focus op de aandeelhouders naar voren.⁹ Dit alles kadert in een dynamiek bij de Commissie om de rechten van en de voorzieningen voor de aandeelhouders te versterken, hetgeen door X. Dieux aangeduid wordt als een "retour à l'actionnaire".¹⁰ Daar staat echter tegenover dat de Reflection Group On the Future of EU Company Law enkele jaren geleden oordeelde dat de nationale wetgeving van de lidstaten inzake *corporate governance*, de regels betreffende banken uitgezonderd, niet geharmoniseerd dient te worden op Europees vlak. Hieraan werd evenwel duidelijk toegevoegd dat de recentste financieel-economische crisis aangetoond heeft dat er geen plaats is voor zelfgenoegzaamheid en dat de tekortkomingen die in dit verband duidelijk werden, op het gepaste niveau verholpen moeten worden.¹¹

Hier en nu ingaan op de Europese regelgeving ter zake zou zodoende niet alleen voorbarig zijn, het zou ons ook te ver leiden. Bijgevolg ga ik in mijn analyse niet in op de Europese dimensie van (bepaalde aspecten van) *shareholder primacy*.

⁵ Actieplan (Comm.) European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, 12 december 2012, COM2012(740)def, 3-4; Persbericht (20 februari 2012) van de Europese Commissie: Europees vennootschapsrecht: hoe verder?

⁶ Actieplan (Comm.) European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, 12 december 2012, COM2012(740)def, 15.

⁷ Persbericht (12 december 2012) van de Europese Commissie: Commissie is van plan Europees vennootschapsrecht en *corporate governance* te moderniseren.

⁸ Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe (4 november 2002), http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf (laatst geconsulteerd op 8 mei 2016).

⁹ Zoals onder meer richtlijn 2007/36 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen en auditrichtlijn 2006/43; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 154-156.

¹⁰ X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 155.

¹¹ Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law (5 april 2011), http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf, 10-11 (laatst geconsulteerd op 8 mei 2016).

4. Tot slot nog een opmerking in verband met de terminologie die in deze thesis wordt gehanteerd. Ik verwijs doorheen het hele werk consequent naar *shareholder primacy*. Hoewel dit principe ook andere benamingen draagt, zoals *shareholder supremacy* en *shareholder value theory*, is *shareholder primacy* immers de meest courante term in de relevante literatuur.

1. *Shareholder primacy*

1.1. *Shareholder primacy*: het theoretische model

5. Vooreerst gaan we dieper in op het principe van *shareholder primacy*. Op welke kwestie tracht deze idee een antwoord te formuleren? Hoe en wanneer heeft ze zich ontplooid? Wat houdt ze precies in? Hoe verhoudt *shareholder primacy* zich ten opzichte van zijn tegenhanger, de stakeholdertheorie? Tot slot maak ik een schets van het debat betreffende deze theorie dat thans in heel de wereld leeft, en geef een overzicht van de belangrijkste argumenten die voor en tegen deze idee worden ingebracht.

1.1.1. Een theorie omtrent het doel van de vennootschap

6. Het werkelijke doel of objectief van de vennootschap is een complex vraagstuk. De debatten hieromtrent zijn al lang aan de gang en ongetwijfeld nog niet ten einde. *In globo* wordt deze kwestie beheerst door twee dominante theorieën, nl. enerzijds die van *shareholder primacy* en anderzijds door de stakeholdertheorie.¹²

7. In dit verband moet wel opgemerkt worden dat met het “doel van de vennootschap” niet het maatschappelijke doel beoogd wordt, zoals weergegeven in de statuten ter aanduiding van het kader van de vennootschapsactiviteit of –bedrijvigheid en van de grenzen van haar rechtsbekwaamheid.¹³ Beoogd wordt hier wel het doel in een meer ruime, economisch en sociale zin, opgevat als de *raison d’être* van de vennootschap in het algemeen.

8. Het debat omtrent *shareholder primacy* en haar juridisch-wetenschappelijke legitimiteit is niet nieuw. De ontwikkelingen die het financiële systeem in het najaar van 2008 wereldwijd op de rand van de afgrond brachten, hebben het echter eensklaps doen herleven en zelfs brandend actueel gemaakt.¹⁴

1.1.2. De ontwikkeling van de theorie

9. Hoewel deze theorie zeker een wereldwijd karakter en belang heeft en thans een *hot topic* is dat al in vele verschillende staten aanleiding heeft gegeven tot grote hoeveelheden juridische en economische geschriften, zijn de Verenigde Staten vast en

¹² A., KEAY, “Shareholder Primacy in Corporate Law : Can it Survive ? Should it Survive?”, *European Company and Financial Law Review* 2010, 369-372; S., ANDREADAKIS, “Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?” in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 416.

¹³ L., CORNELIS, “De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband” in H., BIRON, en C., DAUW, (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 119; P.A., FORIERS en A., FRANÇOIS, “Een nieuwe kijk op enkele klassieke dichotomieën in het vennootschapsrecht/Un nouveau regard sur quelques dichotomies classiques en droit des sociétés” in X., *De modernisering van het vennootschapsrecht/La modernisation du droit des sociétés*, Brussel, Larcier, 2014, 29.

¹⁴ A., DIGNAM en J., LOWRY, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 440; X., DIEUX, “Shareholdership v. stakeholdership: what else?” in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 157.

zeker de bakermat van de *shareholder primacy*-idee. Er wordt aangenomen dat deze theorie reeds bestond en, in wisselende mate, toepassing vond vanaf de 19^e eeuw.¹⁵

10. Hij ontvouwde en ontwikkelde zich alleszins verder gedurende de 20^e eeuw met als een van zijn vroegste articulaties de stelling van *The Michigan Supreme Court* in 1919 in de zaak *Dodge v. Ford Motor co.* dat: "There should be no confusion [...] a business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end"^{16, 17}

Later, naar aanleiding van de beurscrash van 1929 en de daaropvolgende Grote Depressie, kwamen de debatten omtrent de regelgeving inzake vennootschappen volop op gang. Deze periode bleek bepalend voor de aandeelhoudergeoriënteerde visie en haar suprematie.¹⁸ Het was dan ook rond deze tijd, nl. aan het begin van de jaren '30, dat het toonaangevende debat van A. Berle¹⁹ en M. Dodd²⁰ aangaande het doel van de vennootschap zich situeerde. Los van hun standpunt ter zake namen beide auteurs de *shareholder primacy*-idee immers voor overheersend aan en hoewel er in de daarop volgende decennia zowel in de theorie als in de praktijk een lans gebroken werd voor de stakeholdertheorie, waren er wel steeds aanhangers van *shareholder primacy*.²¹ Een treffend voorbeeld hiervan is M. Friedman die in 1970 aanvoerde dat: "He [a corporate executive] has direct responsibility to his employers [the owners of the business]. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to their basic rules of the society [...]."²²

¹⁵ A.K., SUNDARAM en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 350-363; A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 4.

¹⁶ Supreme Court of Michigan, *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668 (VS).

¹⁷ Deze uitspraak wordt in veel (Amerikaanse) literatuur aangemerkt als de voornaamste juridische staving van de stelling het maximaliseren van de opbrengsten voor de aandeelhouders het wezenlijke doel van de vennootschap is. Twee redenen, echter, maken dat de waarde van deze uitspraak in het kader van deze materie in vraag gesteld wordt door o.a. L. Stout en J. Fisch. Ten eerste behoort de aangehaalde opmerking uit de uitspraak tot het *mere dicta* en heeft zij bijgevolg in principe geen precedentswaarde. Verder is deze oude uitspraak afkomstig van een *state court* met een zeer beperkte rol en expertise op het vlak van vennootschapsrecht in Amerika, hetgeen evenzeer afdoet aan haar waarde als precedent. Het feit dat zij nauwelijks of geen bevestiging krijgt in de rechtspraak uit Delaware, het centrum van kennis en kunde omtrent vennootschapsrecht in Amerika, zet deze vaststelling nog meer kracht bij; J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 651; L., STOUT, "Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford", *Virginia Law & Business Review* 2008, 166-168; L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 25-27.

¹⁸ S., ANDREADAKIS, "Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?" in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 417.

¹⁹ A., BERLE, "Corporate Powers as Powers in Trust", *Harvard Law Review* 1931, 1049-1074.

²⁰ M., DODD, "For Whom are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review* 1932, 1145-1163.

²¹ A.K., SUNDARAM en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 351; J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 647-648.

²² M., FRIEDMAN, "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine* September 1970, 1.

Vanaf de jaren '70 echter, onder impuls van de opkomst van de *Law & Economics*-beweging en de conceptueel daarbij aansluitende *Chicago School of Economics*, won deze theorie, ook in de academische wereld, flink aan bijval en belang.²³

Als onderdeel van de nalatenschap van premier M. Thatcher en president R. Reagan, won de onverdeelde focus op *shareholder value* binnen vennootschappen vervolgens aan momentum in de Angelsaksische landen. De laatste decennia werd *shareholder primacy*, voornamelijk in de Anglo-Amerikaanse rechtsstelsels, dan ook als de prevalerende theorie nopens het doel van de vennootschap aangemerkt.²⁴

11. De suprematie van de aandeelhoudersbelangen is heden zelfs stevig verankerd geraakt in de *corporate governance*-modellen doorheen de hele wereld. Aan deze evolutie liggen meerdere oorzaken ten grondslag. De voornaamste daarvan zijn de neoliberale filosofie van de laatste decennia omtrent de economie, de algemene globalisering van de economie en de invloed van de Anglo-Amerikaanse cultuur en de *Law & Economics*-beweging ter zake.²⁵

Dit effect wordt verder versterkt door het feit dat *corporate governance*-modellen met een dominante rol voor de aandeelhouders een mondiaal fenomeen vormen dat zich gradueel laat gelden binnen alle mogelijke markten. Bovendien betreft het, in wezen, een arsenaal regels dat niet door de overheid maar door nationale organismen en internationale instellingen en zelfs door de institutionele investeerders(groepen) wordt uitgewerkt. Deze entiteiten hebben daarbij, naargelang van de visie op dit verschijnsel, als opzet het opstellen van de beste (*race to the top*) of de meest lakse regels (*race to the bottom*)²⁶ met het oog op het aantrekken van investeerders.²⁷

Tot slot wordt deze visie eveneens bijgetreden door de ontwikkeling van het financiële recht met zijn aandacht voor de investeerders, de aandeelhouders en de agenten op de aandelenmarkten, waardoor de kapitalistische gedachte omtrent de vennootschap als constructie voor kapitaal met goede opbrengsten wordt benadrukt.²⁸

²³ L., STOUT, "The toxic side effects of shareholder primacy", *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 2005-2006; A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 5; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 151.

²⁴ W., LAZONICK en M., O'SULLIVAN, "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society* 2000, 14 en 27; J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 646-647; A., KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, 40.

²⁵ F., VINCKE, "The Corporate Governance Debate in Belgium" in X., DIEUX (ed.), *Legal Tracks, Essays on contemporary corporate and finance law*, Brussel, Bruylant, 2003, 13; K., SUNDARAM en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 352; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 151.

²⁶ R., POSNER, *Economic Analysis of Law*, Boston, Little, Brown and Company, 1986, 391.

²⁷ Y., DE CORDT, "Les stakeholders dans les Codes de Corporate Governance", *RPS* 2005, 62; K., GREENFIELD, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 107; S.M., BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, Oxford University Press, 2012, 21-23.

²⁸ Y., DE CORDT, "Les stakeholders dans les Codes de Corporate Governance", *RPS* 2005, 62-63.

1.1.3. Wat de theorie precies inhoudt

12. Volgens dit theoretische model heeft het bestuur hoofdzakelijk tot taak om de vennootschap te besturen en te beheren op een manier die de winst of de opbrengst van hun investering voor de aandeelhouders maximaliseert.²⁹

Dit gebeurt concreet door enerzijds het maximaal verhogen van de waarde van de aandelen en door anderzijds het opvoeren van de dividenden die aan de aandeelhouders uitgekeerd worden.³⁰

Dit is de eerste en voornaamste taak van het bestuur en in geval van belangenconflict tussen de aandeelhouders en de andere belanghebbenden bij de vennootschap, wordt van het bestuur verwacht dat zij voorrang geven aan de aandeelhoudersbelangen en beslissingen nemen die de aandeelhouders en hun winst ten goede komen. De andere taken en verantwoordelijkheden kunnen, volgens deze visie, beschouwd worden als hiervan afgeleid of secundair.³¹

Deze opvatting komt ook tot uiting in de gehanteerde terminologie: *shareholder primacy* duidt op de centrale idee binnen deze theorie, namelijk de voorrang van de aandeelhouders en hun belangen op de andere mogelijke partijen met een belang bij de vennootschap en haar werking.³²

13. Dit betekent echter niet dat het vennootschapsbestuur geen rekening houdt of moet houden met partijen, andere dan de aandeelhouders, die bij de vennootschap betrokken zijn. Zij zullen dit echter vooral doen indien dit van invloed is op de belangen van de aandeelhouders en op het bevorderen daarvan.³³

1.2. De stakeholdertheorie

14. Het voormelde staat in contrast met het standpunt dat wordt gehuldigd door de zgn. stakeholdertheorie, de tweede dominante theorie in verband met het doel van de vennootschap.

²⁹ L., STOUT, "The toxic side effects of shareholder primacy", *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 2004; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholderism: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 152 en 155.

³⁰ A., KEAY, "Getting to Grips with the Shareholder Value Theory in Corporate Law", *Common Law World Review* 2010, 368.

³¹ K., GREENFIELD, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 42; A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 5-6.

³² A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 5-6.

³³ V., HARPER HO, " "Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide", *Journal of Corporation Law* 2010, 77.

15. Deze theorie wordt traditioneel gekoppeld aan de Europese en Oost-Aziatische rechtsstelsels, met Duitsland en Japan als voornaamste staten waar deze opvatting op de meest uitgesproken manier zijn toepassing vindt.³⁴

16. Letterlijk betekent het begrip *stakeholder* "drager of houder van inzet". In deze context wordt het begrip opgevat als "deelnemende partijen", "actoren waarmee de vennootschap rekening moet houden" of "kring van personen met een belang bij de vennootschap".

De *stakeholders* van een (handels)vennootschap zijn de individuen, de groepen of de entiteiten die zowel van invloed kunnen zijn op de vennootschap en haar activiteiten als omgekeerd, die nl. ook zelf een invloed vanwege de vennootschap kunnen ervaren.³⁵ Zij dragen al dan niet vrijwillig bij tot het maatschappelijke doel van de vennootschap via investeringen van allerlei aard en zijn derhalve zowel haar begunstigen, als dragers van (een deel van) het risico en, in het slechtste geval, "haar mogelijke slachtoffers", zoals Y. De Cordt het verwoordt.³⁶

17. Hoewel de stakeholdertheorie reeds vroeger weerklank vond, wordt de ontwikkeling van deze theorie doorgaans toegeschreven aan R. Freeman in zijn werk *Strategic Management: a stakeholder approach*³⁷ uit 1984.

Op grond van deze idee, die overigens ook aan populariteit wint in de Anglo-Amerikaanse rechtsstelsels, maken de aandeelhouders slechts één groep van belanghebbenden bij de vennootschap uit, naast andere groepen waarvan de voornaamste de werknemers, de kredietverleners, de leveranciers, het cliënteel, de regio en eventueel ook de lokale of zelfs de nationale overheid zijn.³⁸ Volgens deze opvatting moet het vennootschapsbestuur de belangen in rekening nemen van al deze partijen die rechtsreeks of onrechtstreeks aan het bestaan, de werking en de ontwikkeling van de vennootschap bijdragen of hiervan afhankelijk zijn.³⁹

Het gaat in deze om een afweging van verschillende belangen van diverse partijen waarbij er geen groep is wier belangen *prima facie* voorrang zouden hebben op die van

³⁴ K., GREENFIELD, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 42; A. KEAY, "Getting to Grips with the Shareholder Value Theory in Corporate Law", *Common Law World Review* 2010, 358-360; L. STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 104-106.

³⁵ A.K., SUNDARAM en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 352.

³⁶ Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 6-7; A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 12-13.

³⁷ R., FREEMAN, *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984, 276 p.

³⁸ Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 6-7; W., VAN GERVEN, "Van de Generale naar Fortis" in M., FAURE en W., RAUWS (eds.), *Recente ontwikkelingen in het arbeids-, economisch, straf- en familierecht: huldeboek voor Mr. Jos Van Goethem*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 64; A., KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, 119-120.

³⁹ J.M., GOLLIER, "Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise" in Y., DE CORDT (ed.), *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 296.

andere. Wel is het mogelijk dat in bepaalde omstandigheden de nadruk wordt gelegd op een bepaalde groep *stakeholders* en hun belang. Het komt er in het licht van deze idee dus op neer dat de vennootschap als doel heeft om profijt en meerwaarde te creëren en toe te kennen aan de belangrijkste categorieën van *stakeholders* en dit zonder voorkeursbehandeling voor deze of gene groep.⁴⁰

18. Naar aanleiding van deze benadering rijzen er evenwel een aantal praktische vragen. Hoe moet het vennootschapsbestuur bv. de belangrijke categorieën van *stakeholders* identificeren en wie moet de criteria bepalen aan de hand waarvan de belangrijke en onbelangrijke *stakeholders* van elkaar onderscheiden worden? Aan welke belangen moet er voorrang gegeven worden in geval van conflict? Wie houdt er toezicht op dergelijke keuzes en wie legitimeert ze?⁴¹

Het zijn de vaagheid van de antwoorden op deze vragen of de algehele afwezigheid daarvan en de onzekerheid voor het vennootschapsbestuur die hiermee gepaard gaat, die het knelpunt van deze theorie vormen.⁴²

Het lijkt er dus op dat deze theorie, zonder enige praktische begeleiding bij het afwegen van alle betrokken belangen, aanleiding geeft tot moeilijkheden en onduidelijkheden in de praktijk. Toch moet niet over het hoofd gezien worden dat dergelijke evenwichtsoefeningen onvermijdelijk tot de functiebeschrijving en het takenpakket van de bestuurders behoren en dat dit knelpunt derhalve niet overdreven moet worden.⁴³

1.3. Het debat en de voornaamste argumenten

19. Zoals reeds aangehaald onder randnr. 1 heeft het debat rond *shareholder primacy* de laatste jaren, en zeker na de recentste financieel-economische crisis, wereldwijd aanzienlijk aan aandacht en actualiteit gewonnen.

20. In dit onderdeel zal ik ingaan op de belangrijkste en meest aangehaalde (en tegelijk meest weerlegde) argumenten met betrekking tot *shareholder primacy* die in dit debat aan bod komen.

Ik zal met name bespreken: de aandeelhouders als eigenaars van de vennootschap, de aandeelhouders als residuaire eisers van de vennootschap, de lastgevingrelatie tussen het bestuur en de aandeelhouders (ook aangeduid als *agency*), de efficiëntie en de werkbaarheid die aan de *shareholder primacy*-theorie worden toegedicht, *shareholder*

⁴⁰ A., KEAY, "Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model", *Modern Law Review* 2008, 673-675.

⁴¹ A.K., SUNDARAM en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 352-355.

⁴² J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 661.

⁴³ S., ANDREADAKIS, "Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?" in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 426.

primacy als bescherming voor de aandeelhouders en, tot slot, de stelling dat *shareholder primacy* kortetermijndenken en –handelen in de hand zou werken.

Deze argumenten vinden hun oorsprong veelal in Angelsaksische rechtsleer en literatuur. Dit geldt zowel voor de aspecten die ten gunste van *shareholder primacy* aangevoerd worden als voor de aspecten die tegen dit theoretische model ingebracht worden en is, gelet op de oorsprong van de *shareholder primacy-idee* zelf, niet verrassend.

Gelet op het globale karakter van dit debat, bestaat er omtrent deze materie niettemin ook een waaier aan belangwekkende en relevante literatuur ter zake uit verschillende andere landen en rechtstradities, die in het kader van dit onderdeel zeker ook geraadpleegd werd.

Tot slot heb ik bij mijn analyse van deze argumenten, voor zover relevant, ook telkens nagekeken tot welke vragen en moeilijkheden het gebruik ervan in een Belgische context eventueel aanleiding geeft en in welke mate die argumenten naar Belgisch recht standhouden.

1.3.1. De aandeelhouders zijn de eigenaars van de vennootschap

21. Een populair en vaak aangehaald argument ten voordele van *shareholder primacy* als model van *corporate governance* is dat de aandeelhouders de *eigenaars* van de vennootschap zouden zijn. In dit kader wordt er van uitgegaan dat de aandeelhouders de vennootschap en haar vermogen *bezitten*, die zodoende op hun beurt *eigendom* van de aandeelhouders zouden zijn.⁴⁴

Uit die veronderstelling volgt dan dat de vennootschap in het belang van haar eigenaars geleid dient te worden door de bestuurders, die in hun dienst en als hun lasthebbers optreden.⁴⁵

Deze opvatting is wijdverspreid; zowel economen als juristen, verslaggevers, “leken” en zelfs regelgevers gaan uit van deze idee. Zo werd dit standpunt onder meer (letterlijk) vooropgesteld in het Britse zgn. *Cadbury Report* uit 1992⁴⁶, een van de eerste en meest gezaghebbende *corporate governance* codes.⁴⁷ Het werd en wordt evenzeer gehuldigd

⁴⁴ L., STOUT, “Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy”, *Southern California Law Review* 2002, 1190; K., GREENFIELD, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 43.

⁴⁵ M., FRIEDMAN, “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times Magazine* September 1970, 1; A., KEAY, “Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?”, *European Company and Financial Law Review* 2010, 391; X., DIEUX, “Shareholdership v. stakeholdership: what else?” in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 156.

⁴⁶ Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (the Cadbury Report), 1 december 1992, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (laatst geconsulteerd op 13 mei 2016).

⁴⁷ J., MALHERBE, Y., DE CORDT, P., LAMBRECHT en P., MALHERBE (eds.), *Droit des sociétés Précis*, Brussel, Bruylant, 2009, 183.

door o.m. verschillende kopstukken van de *Chicago School of Economics* zoals M. Friedman⁴⁸ en R. Posner⁴⁹, en rechtsgeleerden zoals F. Easterbrook en D. Fischel.⁵⁰

22. Zowel juridisch als economisch gezien hapert er echter het één en ander aan deze stelling.

Allereerst gaan de meeste en zeker de meest gehanteerde vennootschapsvormen gepaard met rechtspersoonlijkheid.

Dit houdt in dat de vennootschap aangemerkt wordt als een van de vennoten/aandeelhouders onafhankelijk rechtssubject dat zelfstandig deelneemt aan het rechtsverkeer. Zij is derhalve een volledig op zichzelf staande, rechtsbekwame juridische entiteit.⁵¹

De rechtspersoonlijkheid heeft tevens tot gevolg dat de vennootschap eigen rechten en verbintenissen heeft en een eigen vermogen, afgescheiden van het vermogen van haar vennoten/aandeelhouders, waartoe deze rechten behoren en waarmee zij voor haar verbintenissen instaat.⁵² Dit vennootschapsvermogen moet inderdaad bestuurd worden in het belang van zijn eigenaar, nl. de vennootschap.⁵³

Net zoals natuurlijke personen zijn ook rechtspersonen rechtssubjecten die niet tot iemands eigendom kunnen behoren. Wat de aandeelhouders (*sensu strictu*) vanuit juridisch perspectief wel kunnen bezitten, is een investering in de betrokken vennootschap, een aandeel dat die investering weerspiegelt en de rechten die daar in bepaalde gevallen aan verbonden zijn.⁵⁴

Ook vanuit economisch standpunt overtuigt onderhavig argument niet, aangezien de aandeelhouders niet de controle over de vennootschap en haar actief hebben die met eigendom gepaard gaat.⁵⁵ Dergelijke controle ligt immers bij het vennootschapsbestuur en slechts onrechtstreeks bij de (controle)aandeelhouders d.m.v. invloed op het bestuur. In geval van een sterk verspreid aandeelhouderschap is dergelijke invloed in grote mate verwaarloosbaar. Van meerderheidsaandeelhouders kan wel gezegd worden dat ze een

⁴⁸ M., FRIEDMAN, "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine* September 1970.

⁴⁹ R., POSNER, *Economic Analysis of Law*, Boston, Little, Brown and Company, 1986, 666 p.

⁵⁰ F., EASTERBROOK en D., FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 384 p.

⁵¹ J., RONSE, *Algemeen deel van het vennootschapsrecht*, Leuven, Uitgeverij Acco, 1975, 341; Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 28-29; E. DIRIX, R. STEENNOT en H. VANHEES, *Handels- en economisch recht in hoofdlijnen*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 45.

⁵² J., RONSE, *Algemeen deel van het vennootschapsrecht*, Leuven, Uitgeverij Acco, 1975, 320; Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 28-29; J., MALHERBE, Y., DE CORDT, P., LAMBRECHT en P., MALHERBE (eds.), *Droit des sociétés Précis*, Brussel, Bruylant, 2009, 200-201.

⁵³ J., VANANROYE, "Ook de enige vennoot heeft altijd gezelschap", *TRV* 2014, 425.

⁵⁴ J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 649; E., WYMEERSCH, "Shareholder after the crisis", *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-12, 2; A., KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, 280.

⁵⁵ J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 649.

echte invloed op het bestuur kunnen uitoefenen, maar ook in dit geval is het misleidend en juridisch verkeerd om te stellen dat deze aandeelhouders de *eigenaars* zijn van de vennootschap en haar activa.⁵⁶

Uiteindelijk maakt het voorgaande dat dit "eigendomsargument" een inzicht biedt in de historische achtergrond van de *shareholder primacy*-visie en in deze veel voorkomende economische voorstelling van de vennootschapspraktijk zelf. Een juridisch overtuigende rechtvaardiging van deze aanpak weet dit argument evenwel niet te bieden.⁵⁷

1.3.2. De aandeelhouders zijn de restrisicodragers van de vennootschap

23. Deze idee, ontwikkeld door vnl. financieel economen, baseert de dominantie van de aandeelhoudersbelangen op de vaststelling dat de aandeelhouders de zgn. *residual claimants* of "restrisicodragers" van de vennootschap zijn.⁵⁸

Dit houdt in dat het actief van de vennootschap en dus alle opbrengsten die overblijven nadat de vennootschap al haar wettelijke en contractuele verplichtingen ten opzichte van haar schuldeisers, zoals werknemers, kredietverstrekkers, leveranciers, de overheid en klanten heeft voldaan, hun ten deel vallen.⁵⁹ Hun recht op deze *surplus* zit als het ware vervat in de notie aandeel of *share* zelf.⁶⁰

Volgens deze theorie zijn de aandeelhouders de enigen die onder deze categorie van restrisicodragers vallen en dient de vennootschap bijgevolg bestuurd te worden ten bate van deze groep bij wie het "risico van het ondernemen" berust.⁶¹

24. Uit een vaak aangehaalde en alomteweesse *Law & Economics*-analyse van deze stelling⁶² volgt dat de *stakeholders* bij de vennootschap die geen aandeelhouders zijn, expliciete, onderhandelde contracten met de vennootschap hebben gesloten. Daaruit

⁵⁶ L., STOUT, "Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy", *Southern California Law Review* 2002, 1191; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 160.

⁵⁷ J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 650.

⁵⁸ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 382-383; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 160.

⁵⁹ M., JENSEN en W., MECKLING, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 340; S.M., BAINBRIDGE, *The new Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008, 6; M., GOERGEN, "International Corporate Governance", Harlow, Pearson, 2012, 4-5.

⁶⁰ K., GREENFIELD, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 53.

⁶¹ A., KEAY, "Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?", *European Company and Financial Law Review* 2010, 378; L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 36; E., HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 283.

⁶² Die eveneens steunt op de principiële contractuele grondslag van de vennootschap; K., GEENS en M., WYCKAERT, *Beginnelsen van Belgisch privaatrecht IV, Verenigingen en vennootschappen, Deel II, De vennootschap, A. Algemeen deel*, Mechelen, Kluwer, 2011, 38-39; H., BRAECKMANS en R., HOUBEN, *Handboek Vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 6-7.

vloeien bepaalde, vastomlijnde rechten en verbintenissen voort, zoals bv. een recht op salaris, hetgeen van hen zgn. *fixed claimants* maakt.⁶³

Anders dan deze groepen van belanghebbenden zijn de aandeelhouders zgn. "contractueel onbeschermd". Slechts wanneer voldaan is aan de vaststaande vorderingen van de andere schuldeisers van de vennootschap zullen zij gecompenseerd worden voor hun investering. Bijgevolg komt hun, naast een "residuaire risico" in geval van insolventie, enkel een aanspraak op de winst toe, zo die gemaakt wordt en nadat de *fixed claimants* zijn voldaan.⁶⁴ Als de vennootschap in moeilijkheden geraakt zullen de aandeelhouders hun investering inderdaad (minstens ten dele) verliezen, in tegenstelling tot de andere *stakeholders*, die veelal beter beschermd zijn tegen dit risico.⁶⁵

Uit deze redenering volgt dat, daar de waarde van de aandelen als weerspiegeling van de resultaten van de vennootschap in rechtsreeks verband staat met het vermogen van de aandeelhouders, hun redelijkerwijs zeggenschap over beleidskeuzes toekomt. Deze gedachtegang wordt afgerond met het besluit dat de vennootschap derhalve geleid moet worden met het oog op de investering van de aandeelhouders en de bevordering daarvan.⁶⁶

25. Verschillende aspecten van dit argument zijn het onderwerp geweest van kritiek.

Ten eerste is de idee dat aandeelhouders de residuaire eisers van de vennootschap zijn ook in België terug te voeren tot het faillissementsrecht.⁶⁷ Zij zijn, naar Belgisch recht, in geval van faillissement, als chirograire schuldeisers immers de laatsten in de rangorde en worden pas na alle bevoorrechte schuldeisers uitbetaald. Indien het actief ontoereikend is om hun integraal te voldoen, zullen zij slechts naar evenredigheid uitbetaald worden.⁶⁸ In deze context kunnen de aandeelhouders, als groep van chirograire schuldeisers, inderdaad als residuaire eisers aangemerkt worden.

In een *going concern*-situatie echter, komt de aandeelhouders een deling in de winst toe, zij het onder welbepaalde voorwaarden. Van de winsten moeten immers eerst de

⁶³ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 382-383; Y., DE CORDT, "Les stakeholders dans les Codes de Corporate Governance", *RPS* 2005, 59-60; J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 656.

⁶⁴ F., EASTERBROOK en D., FISCH, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 36-37; H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 382-383; Y., DE CORDT, "Les stakeholders dans les Codes de Corporate Governance", *RPS* 2005, 59-60;

⁶⁵ M., GOERGEN, "International Corporate Governance", Harlow, Pearson, 2012, 4; E., HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 283.

⁶⁶ F., EASTERBROOK en D., FISCH, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 36-37; M., GELTER, "The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance", *ECGI Working Paper Series in Law* 2008, WP 096/2008, 9; E., HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 283.

⁶⁷ L., STOUT, "Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy", *Southern California Law Review* 2002, 1193-1194.

⁶⁸ G.L., BALLON, K., GEENS en J., STUYCK, *Handels- en vennootschapsrecht*, Antwerpen, Kluwer, 1999, 352; E. DIRIX, R. STEENNOT en H. VANHEES, *Handels- en economisch recht in hoofdlijnen*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 506.

bedragen voor de vorming van het wettelijke reservefonds,⁶⁹ eventuele andere wettelijke reserves en gebeurlijk ook de statutaire reserve afgehouden worden.⁷⁰ De uitkeerbare winst die dan overblijft kan de vennootschap uitkeren aan, onder meer, de aandeelhouders na een beslissing van de algemene vergadering⁷¹ omtrent de bestemming van de winst in hun voordeel.⁷²

De stelling dat zij gerechtigd zouden zijn op de volledige *surplus*, of alle opbrengsten die overblijven nadat alle contractuele en wettelijke plichten zijn voldaan, verdient dus aanzienlijke nuancerings.

Hoewel het ongetwijfeld juist is dat de aandeelhouders restrisicodragers zijn, stuit daarnaast ook de bewering dat de aandeelhouders als *enigen* onder deze noemer vallen op bezwaar.⁷³

Immers, ook andere categorieën van *stakeholders* investeren in de vennootschap, overigens evenzeer in de hoop op een goed rendement. Ook zij dragen bijgevolg een deel van het ondernemingsrisico en hebben zodoende belang bij het beleid en de beslissingen van het vennootschapsbestuur, de toekomst van de vennootschap en de bestemming van haar *assets*.⁷⁴

De investeringen van de andere *stakeholders* delen dus, net als die van de aandeelhouders, het lot van de vennootschap. De visie dat de belangen van de aandeelhouders absoluut primeren wordt door deze vaststelling derhalve ondermijnd.

1.3.3. Agency

26. Deze idee is geuit in een groot aantal werken, waarvan het voornaamste en meest gezaghebbende *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure* van M. Jensen en W. Meckling⁷⁵ is.⁷⁶

27. De kerngedachte bij dit argument i.v.m. *shareholder primacy* is dat de bestuurders te beschouwen zijn als de lasthebbers of mandatarissen van de aandeelhouders-

⁶⁹ Art. 616 W. Venn. (voor de NV, identieke bepalingen gelden voor de BVBA (art. 319 W. Venn.) en de CVBA (art. 428 W. Venn.).

⁷⁰ R., TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en -verlies in de nv en bvba*, Kalmthout, Biblo, 2003, 168-169 en 347; R., TIEST, *Vademecum voor de vennootschap 2004*, Antwerpen, Intersentia, 2004, 526.

⁷¹ R., TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en -verlies in de nv en bvba*, Kalmthout, Biblo, 2003, 256-258; H., BRAECKMANS en R., HOUBEN, *Handboek Vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 183.

⁷² Art. 617 W. Venn; J., MALHERBE, Y., DE CORDT, P., LAMBRECHT en P., MALHERBE (eds.), *Droit des sociétés Précis*, Brussel, Bruylant, 2009, 670; E. DIRIX, R. STEENNOT en H. VANHEES, *Handels- en economisch recht in hoofdlijnen*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 73-74.

⁷³ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 383.

⁷⁴ K., GREENFIELD, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 46; A., KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, 279-281; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 160.

⁷⁵ M., JENSEN en W., MECKLING, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 305-360.

⁷⁶ M., GELTER, "The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance", *ECGI Working Paper Series in Law* 2008, WP 096/2008, 8.

lastgevers of principalen.⁷⁷ Het is hun taak om de vennootschap te besturen voor en in het belang van de aandeelhouders, die daar ten gevolge van de scheiding van de eigendom van en de controle over de vennootschap zelf niet meer de tijd noch de mogelijkheid toe hebben, en om hen daarbij van een zo groot mogelijke opbrengst te verzekeren. Dit geeft aanleiding tot een situatie waarin, concreet, de aandeelhouders de vennootschap (geacht worden te) bezitten en waarin het bestuur haar en haar werking controleert.⁷⁸

In deze context zou *shareholder primacy* het probleem van de *agency costs*, die voornamelijk ontstaan door de nood aan toezicht op de werkzaamheden van het bestuur teneinde opportunistisch gedrag zo veel mogelijk te vermijden, tot een minimum beperken.

De ratio achter deze stelling is dat de bestuurders aan wie een brede bevoegdheid/beslissingsmacht wordt verleend om de vennootschap te besturen in het belang van alle *stakeholders*, de neiging zouden kunnen hebben om de grotere autonomie die hiermee gepaard gaat aan te wenden in hun eigen belang.⁷⁹ In een situatie waarin zij dergelijke ruimte hebben dreigt nl. steeds het gevaar van *moral hazard* waarbij het bestuur de mogelijkheid heeft om zijn eigen agenda na te streven en daarbij gebeurlijk nadeel te berokkenen zowel aan de aandeelhouders als aan de andere *stakeholders* en hun belangen.⁸⁰

Bijgevolg zal, ten eerste, het belang van de aandeelhouders als leidraad voor het bestuur van de vennootschap dergelijke situaties helpen vermijden, zoals verder uiteengezet onder titel 1.3.4.

Ten tweede wordt in het kader van dit argument veeleer bepleit dat de aandeelhouders als lastgevers het best geplaatst zijn om de bestuurders richting te geven en te superviseren bij het uitvoeren van hun taken. In deze hypothese worden de bestuurders t.o.v. de aandeelhouders zodoende volledig verantwoordelijk gesteld voor de bedrijfsvoering.⁸¹

⁷⁷ M., FRIEDMAN, "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine* September 1970, 1 en 4; M., JENSEN en W., MECKLING, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 309-311; A., KEAY, "Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model", *Modern Law Review* 2008, 668.

⁷⁸ M., GOERGEN, "International Corporate Governance", Harlow, Pearson, 2012, 8-9 en 13; A., FRANÇOIS en K., BYTTEBIER, "For-profit or not-for-profit? That's the question. Profit maximization in Company Law: Myth or (Legal) Reality?" in L., Cornelis, *Finance and Law: Twins in Trouble*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 224; zie A. BERLE en G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932 als eerste en meest toonaangevende werk omtrent het principe van *separation of ownership and control*.

⁷⁹ F., EASTERBROOK en D., FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 38; L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berrett-Koehler Publishers, 2012, 45.

⁸⁰ J.E., PARKINSON, *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, Clarendon Press, 1993, 206; M., GOERGEN, "International Corporate Governance", Harlow, Pearson, 2012, 7.

⁸¹ A., KEAY, "Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model", *Modern Law Review* 2008, 668.

28. De centrale vraag in dit kader is of er wel degelijk een *agency*- of lastgevingsrelatie bestaat tussen de aandeelhouders en het bestuur(sorgaan) van de vennootschap.

In het Belgische recht betreft het de juridische figuur van de lastgeving, of ook wel het mandaat.

Artikel 1984 van het BW bepaalt dat “de [conventionele] lastgeving een handeling is, waarbij een persoon aan een ander de macht geeft om iets voor de lastgever en in zijn naam te doen”.⁸² Algemeen wordt deze definitie van de lastgevingsovereenkomst echter als onvolkomen beschouwd, daar de lastgeving meer dan een loutere volmacht omvat.⁸³ Vollediger en juister is het dus om te stellen dat de lastgevingsovereenkomst een overeenkomst is “waarbij een persoon belast wordt voor een ander een rechtshandeling te stellen en dit aanvaardt”.⁸⁴ De lastgeving heeft dan ook in essentie het stellen van rechtshandelingen in naam en voor rekening van iemand anders tot voorwerp.⁸⁵

29. In welke mate de regels van de gemeenrechtelijke lastgeving van toepassing zijn op het bestuur (de bestuurders of de zaakvoerder[s]) van de vennootschap is een omstreden vraag in de Belgische rechtsleer en rechtspraak. Net als de vraag van wie het bestuur precies als lasthebber beschouwd moet worden: de algemene vergadering, de individuele aandeelhouders of vennoten of van de vennootschap-rechtspersoon zelf?

Volgens de eerste en meest gangbare benadering wordt ervan uitgegaan dat een bestuurder/zaakvoerder, zeker in de interne verhouding bestuur-vennootschap, als lasthebber van de vennootschap beschouwd dient te worden, zoals vroeger uitdrukkelijk werd gesteld in de vennootschappenwet.⁸⁶

Daar wordt echter tegenin gebracht dat de kwalificatie van de bestuurdersovereenkomst als een lastgeving niet volmaakt is vanwege bepaalde van haar bijzondere eigenschappen.

In dit kader wordt o.m. opgeworpen dat de vennootschap-rechtspersoon de handelingen waarvoor haar bestuurders-mandatarissen exclusief bevoegd zijn niet zelf kan stellen, zoals een “gewone” lastgever dat in principe wel kan. Bovendien kan een vennootschap, in tegenstelling tot een natuurlijke persoon, wegens haar aard van rechtspersoon niet zelf handelen. Zij moet bijgevolg noodzakelijkerwijs permanent vertegenwoordigd

⁸² Art. 1984 BW.

⁸³ B., TILLEMANS, *Lastgeving in Algemene Praktische Rechtsverzameling*, Deurne, Story-Scientia, 1997, 2; P., WÉRY, *Droit des contrats: le mandat*, Brussel, Larcier, 2000, 61.

⁸⁴ B., TILLEMANS, *Lastgeving in Algemene Praktische Rechtsverzameling*, Deurne, Story-Scientia, 1997, 3.

⁸⁵ P., WÉRY, *Droit des contrats: le mandat*, Brussel, Larcier, 2000, 62, 81-82 en 121; A.L., VERBEKE, I., ARTESCHENE, P., BRULEZ, N., PORTUGAELS en J., SWENNEN, *Bijzondere overeenkomsten in kort bestek*, Antwerpen, Intersentia, 2013, 298.

⁸⁶ Art. 53 Venn. W; B., TILLEMANS, *Lastgeving in Algemene Praktische Rechtsverzameling*, Deurne, Story-Scientia, 1997, 359; P., WÉRY, *Droit des contrats: le mandat*, Brussel, Larcier, 2000, 120; deze kwalificatie werd evenwel niet overgenomen in het huidige Wetboek van Vennootschappen.

worden.⁸⁷ Ten derde ontlenden de bestuurders hun bevoegdheden niet aan een eigenlijk lastgevingscontract, maar aan een benoeming in de statuten of door de algemene vergadering en enkel voor de handelingen die niet tot de bevoegdheid van een ander vennootschapsorgaan behoren.⁸⁸

Dit wijst er nogmaals op dat deze vertegenwoordiging een bijzonder en eigen karakter heeft, klassiek aangeduid als "organieke vertegenwoordiging".⁸⁹ Op basis van de eigen en specifieke aard van deze "organieke vertegenwoordiging" stelt een deel van de literatuur dat de bestuurders geen lasthebbers zijn maar als orgaan van de vennootschap moeten worden beschouwd.⁹⁰ Een vroege toepassing van deze stelling is te vinden in een uitspraak van de Rechtbank van Koophandel te Gent in 1902.⁹¹

J. Delvoie, daarentegen, komt tot het besluit dat de orgaantheorie niet overtuigt. Dit geldt in zijn conclusie evenzeer voor de organieke vertegenwoordiging. Deze juridische figuur wordt algemeen gezien als *sui generis* mechanisme om de handelingen van één persoon aan een andere persoon toe te rekenen en als eigen aan de rechtspersoon en bijgevolg wezenlijk verschillend van de juridische figuren van het gemeen recht. Hij meent evenwel dat, hoewel het gebruik van een algemene juridische figuur in een specifiek toepassingsgebied quasi altijd aanleiding geeft tot bepaalde bijzonderheden, deze materie toch beter begrepen kan worden aan de hand van de gemeenrechtelijke mechanismen o.a. van het mandaat.⁹²

J. Ronse en B. Tillemans pleiten dan weer voor een karakterisering van de overeenkomst tussen de vennootschap en haar bestuur als een gemengde overeenkomst, waarop de regels van de lastgeving analoog toegepast kunnen worden voor zover dit dienstig is.⁹³ In dezelfde zin stelt L. Cornelis dat de bestuurdersovereenkomst best te kwalificeren is als een overeenkomst die zowel een lastgeving, een huur van diensten, als een combinatie van beide tegelijk kan zijn.⁹⁴

Een gemengd karakter van de overeenkomst, maar dan van een ander type dan dat voorgestaan door B. Tillemans, wordt bepleit door E. Dirix, R. Steennot en H. Vanhees. Zij stellen immers dat de interne verhouding tussen de vennootschap en haar bestuurders als lastgeving gekwalificeerd dient te worden, maar dat de bestuurders naar derden toe

⁸⁷ J., RONSE, *Algemeen deel van het vennootschapsrecht*, Leuven, Uitgeverij Acco, 1975, 341-342; B., TILLEMANS, *Lastgeving in Algemene Praktische Rechtsverzameling*, Deurne, Story-Scientia, 1997, 360.

⁸⁸ Voor de NV geregeld in art. 518 W. Venn.; T., TILQUIN en V., SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 1996, 701.

⁸⁹ J., RONSE, *Algemeen deel van het vennootschapsrecht*, Leuven, Uitgeverij Acco, 1975, 342; B., TILLEMANS, *Lastgeving in Algemene Praktische Rechtsverzameling*, Deurne, Story-Scientia, 1997, 360.

⁹⁰ B., TILLEMANS, *Lastgeving in Algemene Praktische Rechtsverzameling*, Deurne, Story-Scientia, 1997, 360-363.

⁹¹ Kh. Gent 11 januari 1902, *RPS* 1903, 149.

⁹² J., DELVOIE, "La théorie de l'organe en droit privé belge: le temps est venu de tourner la page", *RPS* 2012, 12-15, 28 en 66-67.

⁹³ J., RONSE, *Algemeen deel van het vennootschapsrecht*, Leuven, Uitgeverij Acco, 1975, 346; B., TILLEMANS, *Lastgeving in Algemene Praktische Rechtsverzameling*, Deurne, Story-Scientia, 1997, 363.

⁹⁴ L., CORNELIS, "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 134-135.

niet als lasthebbers maar wel als vennootschapsorganen moeten worden beschouwd.⁹⁵ Dit standpunt wordt door menig auteur, zoals o.a. P. Wéry, gedeeld.⁹⁶

Ook de tweede vraag die in dit kader rijst, nl. die naar de precieze identiteit van de lastgever, wordt in België niet eenduidig beantwoord.

Veelal wordt er aangenomen dat de bestuurders de vennootschap als mandataris vertegenwoordigen.⁹⁷ Ook de aandeelhouders en, zeer sporadisch, de algemene vergadering worden in bepaalde literatuur echter aangemerkt als principaal.⁹⁸

30. In het Belgische recht heerst er omtrent de kwalificatie van de bestuurders-overeenkomst (al dan niet) als een lastgevingscontract dus onduidelijkheid. In afwachting van een gericht en helder wetgevend optreden ter zake zullen er m.b.t. dit onderwerp dus nog verschillende uiteenlopende standpunten en de daarmee gepaard gaande rechtsonzekerheid blijven bestaan.

Heden kenmerkt de Belgische rechtsleer het bestuurdersmandaat veeleer als een (gedeeltelijke) lastgeving, in grote mate met de vennootschap-rechtspersoon en niet met de aandeelhouders in de rol van lastgever.

De stelling dat de vennootschap door de bestuurders-lasthebbers geleid moet worden voor en in het belang van de aandeelhouders-lastgevers lijkt dus vooralsnog geen grond te vinden in het Belgische recht.

Het doortrekken van deze gedachtegang leidt veeleer tot de conclusie dat de vennootschap bestuurd zou moeten worden in het belang van de vennootschap-rechtspersoon zelf. Welke betekenis aan deze laatste notie toegekend moet worden en welke invloed hier van uitgaat wordt verder besproken in het tweede hoofdstuk van deze thesis.

1.3.4. Efficiëntie en werkbaarheid

31. De toepassing van de theorie van *shareholder primacy* zou volgens dit argument resulteren in het meest efficiënte bestuur doordat de bestuurders doelgerichter en effectiever te werk kunnen gaan met het belang van slechts één groep van belanghebbenden bij de vennootschap als kompas.⁹⁹

Indien zij de – niet zelden uiteenlopende – belangen van alle *stakeholders* in rekening zouden moeten nemen en tegen elkaar zouden moeten afwegen teneinde evenwichtige

⁹⁵ E., DIRIX, R., STEENNOT en H., VANHEES, *Handels- en economisch recht in hoofdlijnen*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 92 en 95.

⁹⁶ P., WÉRY, *Droit des contrats: le mandat*, Brussel, Larcier, 2000, 120-122.

⁹⁷ P., VAN OMMESLAGHE en X., DIEUX, "Examen de jurisprudence (1979 à 1990), les sociétés commerciales", *RCJB* 1993, 779.

⁹⁸ T., TILQUIN en V. SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 1996, 700; R., TIEST, *Vademecum voor de vennootschap 2004*, Antwerpen, Intersentia, 2004, 511.

⁹⁹ A.K., SUNDARAM en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 353-355; A., KEAY, "Getting to Grips with the Shareholder Value Theory in Corporate Law", *Common Law World Review* 2010, 366-367.

beslissingen te nemen, dan zou dit volgens sommige auteurs leiden tot inefficiënt bestuur en mogelijk ongunstige beslissingen zowel voor de vennootschap als voor haar *stakeholders*.¹⁰⁰

32. In de realiteit echter zijn de aandeelhouders, net zoals de verschillende groepen van *stakeholders* en hun belangen, als groep op zich doorgaans divers en zijn hun belangen niet noodzakelijk homogeen.¹⁰¹ De betekenis van het “belang van de aandeelhouders” is dan ook niet duidelijk aangezien hier voor verschillende aandeelhouders een verschillende inhoud aan kan worden toegekend.¹⁰²

Een al te doorgedreven focus vanwege het bestuur op dit belang en aldus op de waarde van de aandelen om de opbrengsten voor de aandeelhouders te maximaliseren, gaat dan ook aan de werkelijkheid voorbij. Immers, niet alle aandeelhouders zijn enkel bekommerd om de aandelenkoers in één welbepaalde vennootschap op één welbepaald ogenblik. Zij zijn, integendeel, aandeelhouder om verschillende redenen en hebben dan ook verschillende verwachtingen, andere doelen en een verschillend tijds kader voor ogen.¹⁰³

Dus zelfs indien het bestuur zich louter laat leiden door de aandeelhouders, zal het nog een evenwicht moeten vinden tussen verschillende en gebeurlijk uiteenlopende belangen. Bijgevolg zal het bestuur hoe dan ook meerdere belangen tegen elkaar moeten afwegen bij het vervullen van zijn taken.¹⁰⁴

De stelling dat het vennootschapsbestuur aan efficiëntie wint als het zich alleen op het uniforme belang van de aandeelhouders hoeft te focussen, kán dus juist zijn maar is denkbeeldig in de vennootschapspraktijk en kan bijgevolg niet bijgetreden worden.

33. Daarnaast kan men zeker stellen dat de vennootschapsactiviteit een inbreng van verschillende actoren vergt. Een bijdrage van aandeelhouders, maar zeker ook de inbreng van de werknemers, het bestuur, de kredietverleners en eventueel zelfs van de overheid, zijn van wezenlijk belang voor de ontwikkeling en het welslagen van de vennootschap.¹⁰⁵ Zij leveren dergelijke bijdragen of “bedrijfsspecifieke” investeringen om

¹⁰⁰ A., KEAY, “Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model”, *Modern Law Review* 2008, 669.

¹⁰¹ P., VAN OMMESLAGHE en X., DIEUX, “Examen de jurisprudence (1979 à 1990), les sociétés commerciales”, *RCJB* 1993, 778; J., FISCH, “Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy”, *The Journal of Corporation Law* 2006, 661; X., DIEUX, “Shareholdership v. stakeholdership: what else?” in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 161.

¹⁰² A., KEAY, “Getting to Grips with the Shareholder Value Theory in Corporate Law”, *Common Law World Review* 2010, 375.

¹⁰³ J., HEENEN, “L’intérêt social” in X., *Liber Amicorum Paul De Vroede*, Diegem, Kluwer, 1994, 893; L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 9; A., FRANÇOIS en K., BYTTEBIER, “For-profit or not-for-profit? That’s the question. Profit maximization in Company Law: Myth or (Legal) Reality?” in L., Cornelis, *Finance and Law: Twins in Trouble*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 229-230.

¹⁰⁴ L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 107-111.

¹⁰⁵ P., VAN OMMESLAGHE en X., DIEUX, “Examen de jurisprudence (1979 à 1990), les sociétés commerciales”, *RCJB* 1993, 778; J., FISCH, “Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy”, *The*

verschillende redenen.¹⁰⁶ Een eerste belangrijke drijfveer is natuurlijk een vergoeding voor hun bijdrage in overeenstemming met hun overeenkomst. Maar een tweede reden zijn de (buitencontractuele) verwachtingen van deze actoren, zoals bv. het vooruitzicht van werknemers op salarisverhoging of op promotie.

Ook zij verwachten m.a.w. een *return on investment* en dergelijke verwachtingen kunnen leiden tot verhoogde inzet en loyaliteit bij de werknemers en het bestuur en een grotere ondersteuning door de kredietverleners en de overheid. Op die manier kan de welvaart voor de vennootschap en bijgevolg ook voor haar aandeelhouders bevorderd worden.¹⁰⁷

Het ontmoedigen van dergelijke verwachtingen als gevolg van een beleid dat enkel toegespitst is op de directe financiële belangen van de aandeelhouders, kan daarentegen leiden tot minder goede vennootschapsresultaten,¹⁰⁸ met een situatie die bezwaarlijk efficiënt genoemd kan worden als gevolg.

34. Verder zou *shareholder primacy* ook de meest pragmatische en werkbare benadering van bedrijfsvoering zijn. Het maximaliseren van de opbrengsten voor de aandeelhouders wordt voor beursgenoteerde vennootschappen immers geacht de aandelenkoersen te doen stijgen. Daarnaast zou het optimaliseren van de *surplus* voor de aandeelhouders de globale waarde van de vennootschap verhogen, waar uiteindelijk alle partijen met een belang bij de vennootschap beter van worden.¹⁰⁹

Met het maximaliseren van de opbrengsten als eerste doel voorziet deze aanpak het bestuur bovendien van een helder en eenduidig criterium, en dit niet alleen voor het meten van het welslagen van de vennootschap, maar ook voor het bepalen van de richting die bij het leiden van de vennootschap moet worden gevolgd.¹¹⁰

Wat de werkbaarheid en helderheid van deze idee betreft rijzen er echter ook in dit kader onduidelijkheden. De *shareholder primacy*-theorie reikt de bestuurders immers geen concrete richtlijnen aan bij de beleidsvorming en bij het vervullen van hun taken en expliciteert niet hoe ver het bestuur feitelijk moet gaan in het maximaliseren van de opbrengsten voor de aandeelhouders. Bovendien is het niet duidelijk of de opbrengsten

Journal of Corporation Law 2006, 656-657; K., GREENFIELD, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 142-143.

¹⁰⁶ M., GELTER, "The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance", *ECGI Working Paper Series in Law* 2008, WP 096/2008, 11; A., KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, 276-277.

¹⁰⁷ L., STOUT, "Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy", *Southern California Law Review* 2002, 1195-1196; A., KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, 277.

¹⁰⁸ P., VAN OMMESLAGHE, en X., DIEUX, "Examen de jurisprudence (1979 à 1990), les sociétés commerciales", *RCJB* 1993, 778; L., STOUT, "Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy", *Southern California Law Review* 2002, 1198-1199.

¹⁰⁹ J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 658.

¹¹⁰ A., KEAY, "Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?", *European Company and Financial Law Review* 2010, 385-386; A., FRANÇOIS en K., BYTTEBIER, "For-profit or not-for-profit? That's the question. Profit maximization in Company Law: Myth or (Legal) Reality?" in L., Cornelis, *Finance and Law: Twins in Trouble*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 223.

voor de aandeelhouders op de lange of de korte termijn nagestreefd moeten worden, noch wat in die optiek onder *lange* en *korte termijn* begrepen moet worden.¹¹¹

Dit laatste aspect leidt ons overigens naar een volgend argument omtrent *shareholder primacy*, nl. de samenhang tussen deze visie en kortetermijndenken en -handelen en de wenselijkheid daarvan. Hier gaan we verder op in onder titel 1.3.6.

1.3.5. Bescherming voor de aandeelhouders

35. Als laatste veel voorkomend argument voor de *shareholder primacy*-benadering wordt ook wel eens aangevoerd dat de aandeelhouders, in tegenstelling tot de andere *stakeholders* bij de vennootschap, niet beschermd worden door de bepalingen en voorwaarden in een contract met de vennootschap.¹¹²

Daarnaast wordt er gesteld dat de andere categorieën van *stakeholders* bij de vennootschap veelal beschermd worden door het gemeen recht en in bepaalde gevallen ook door bijzondere wetgeving, terwijl de aandeelhouders dergelijke wettelijke bescherming niet genieten.¹¹³ En hoewel de aandeelhouders in principe uit de vennootschap kunnen treden indien de resultaten of het bestuur hun niet bevalt¹¹⁴, is dit in de praktijk – beursgenoteerde vennootschappen uitgezonderd – niet altijd even vanzelfsprekend. Zelfs wanneer de aandeelhouders er in slagen om hun aandelen te verkopen, lopen ze nog het risico dat ze hierbij, gelet op de financiële toestand van de vennootschap en van de koers of waarde van haar aandelen, een aanzienlijk verlies oplopen.¹¹⁵

Bijgevolg ligt hun lot, zeker in de Angelsaksisch geïnspireerde samenlevingen met een typisch diffuus aandeelhouderschap, volledig in de handen van het vennootschapsbestuur waarvan zij de werking niet of niet eenvoudig kunnen opvolgen en waartegen zij derhalve bescherming behoeven.¹¹⁶ Daarenboven komt hun gebrek aan bescherming tot uiting in de vaststelling dat de aandeelhouders geen enkele garantie hebben op enig

¹¹¹ A., KEAY, "Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?", *European Company and Financial Law Review* 2010, 388.

¹¹² A.K., SUNDARAM, en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 355; M., GELTER, "The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance", *ECGI Working Paper Series in Law* 2008, WP 096/2008, 9; A., KEAY, "Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model", *Modern Law Review* 2008, 669.

¹¹³ A.K., SUNDARAM, en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 355; A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 36.

¹¹⁴ K., GREENFIELD, *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 143.

¹¹⁵ J., FISCH, "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 656-657; A., KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, 68.

¹¹⁶ R., POSNER, *Economic Analysis of Law*, Boston, Little, Brown and Company, 1986, 383; M., ROE, *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 1994, 6-7; D., VAN DE GEHUCHTE, "Beschouwingen over het vennootschapsbelang en zijn Corporate Governance problematiek" in K., WAUTERS, *Feestbundel Monard-D'Hulst 20 jaar: diversiteit in eenheid*, Brussel, Larcier, 2010, 210.

rendement op hun investering in de vennootschap. Die houdt derhalve een behoorlijk risico in.¹¹⁷

In dit opzicht moeten de aandeelhouders van bescherming in de vorm van een bevoorrechte positie voorzien worden als tegengewicht voor hun relatief kwetsbare positie t.o.v. de andere *stakeholders* en het bestuur.¹¹⁸ In wezen wordt *shareholder primacy* dus bepleit als compensatie voor een gebrek aan bescherming.

36. Niettemin kunnen noch de vaststelling dat de andere *stakeholders*, zoals werknemers, klanten of leveranciers, in de regel juridisch meer gespecificeerde contracten met de vennootschap hebben, noch het feit dat de wetgever allerlei regelgeving voorzien heeft ter bescherming van dergelijke *stakeholders*¹¹⁹, de suprematie van de aandeelhouders van een overtuigende basis voorzien.¹²⁰

In dat verband wordt opgemerkt dat aandeelhouders wel degelijk volledig vrijwillig in een bepaalde vennootschap investeren. Het is niet waarschijnlijk dat zij dit zouden doen als ze verwachtten dat ze daarbij zonder meer de hegemonie van het bestuur en de voorrang van de andere *stakeholders* moeten ondergaan.¹²¹

Verder oordeelt H. De Wulf dat geen van beide vaststellingen iets fundamenteels veranderen aan het nettoresultaat van de "bescherming" die geboden wordt door deze contracten en regelgeving. Aan de investering in de vennootschap door werknemers door en de verschillende categorieën van schuldeisers is immers evenzeer een risico verbonden, dat niet steeds (volledig) opgevangen zal worden door de voornoemde bescherming. Zo worden deze partijen inderdaad niet beschermd tegen de invloed en de aanspraken die andere partijen op de vennootschap kunnen hebben, zoals bv. in het geval van insolventie van de vennootschap/werkgever of bv. een besluit van de raad van bestuur om een bedrijfstak te verkopen aan een andere vennootschap.¹²²

Tot slot houdt in een Belgisch kader ook de stelling dat de aandeelhouders bescherming tegen het bestuursorgaan behoeven, niet volledig stand. De Belgische vennootschappen worden immers in het algemeen gekenmerkt door een sterk geconcentreerd

¹¹⁷ D., VAN DE GEUCHTE, "Beschouwingen over het vennootschapsbelang en zijn Corporate Governance problematiek" in K., WAUTERS, *Feestbundel Monard-D'Hulst 20 jaar: diversiteit in eenheid*, Brussel, Larcier, 2010, 210; A., KEAY, *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, 67.

¹¹⁸ H., HANSMANN en R., KRAAKMAN, "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal* 2001, 449-450; S.M., BAINBRIDGE, *The new Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008, 53.

¹¹⁹ Waarbij in een Belgisch kader o.m. te denken is aan het arbeidsrecht, het consumentenrecht en het kooprecht.

¹²⁰ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 383.

¹²¹ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 383.

¹²² H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 383-384; M., GELTER, "The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance", *ECGI Working Paper Series in Law* 2008, WP 096/2008, 12-13; A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 36.

aandeelhouderschap.¹²³ Doorgaans heeft een Belgische vennootschap een of enkele controleaandeelhouders die door deze controle een sterke invloed op het bestuur uitoefent of uitoefenen.¹²⁴ In dergelijke situatie kan men derhalve moeilijk volhouden dat zij een doorgedreven bescherming tegen het bestuursorgaan behoeven. Wie in deze omstandigheden wel bescherming behoeft zijn de minderheidsaandeelhouders, maar dan eerder t.o.v. deze controleaandeelhouders dan t.o.v. het bestuursorgaan,¹²⁵ waarvoor er in het Belgische vennootschapsrecht tal van zowel *hard*- als *softlaw* maatregelen zijn voorzien.¹²⁶

Bovendien nemen de institutionele investeerders, in ons land en in de rest van de wereld, almaar toe in aantal en in belang.¹²⁷ Daar dergelijke aandeelhouders in de regel een relatief grote aandelenparticipatie en daaraan evenredig grote invloed hebben, kunnen zij bezwaarlijk beschouwd worden als kwetsbaar. Gekoppeld aan de wereldwijd toenemende aandacht voor en stimulans van aandeelhoudersactivisme¹²⁸, ondermijnt deze vaststelling het standpunt dat aandeelhouders nood zouden hebben aan extra aandacht en bescherming. Dit geldt evenwel niet voor de kleinere aandeelhouders.¹²⁹

Gelet op het voorgaande, weet *shareholder primacy* dus niet te overtuigen als instrument voor een betere bescherming van de aandeelhouders, zeker niet in een Belgische context.

1.3.6. Kortetermijndenken en –handelen

37. Tegenwoordig neemt de kritiek toe op het *short termism* of kortetermijndenken dat dankzij *shareholder primacy* de laatste decennia gedijt. Deze theorie stelt immers wel dat het bestuur de opbrengsten voor de aandeelhouders hoort te maximaliseren, maar verduidelijkt daarbij niet welk tijds kader het daarbij in aanmerking dient te nemen.

¹²³ F., VINCKE, "The Corporate Governance Debate in Belgium" in X., DIEUX (ed.), *Legal Tracks, Essays on contemporary corporate and finance law*, Brussel, Bruylant, 2003, 9.

¹²⁴ D., VAN DE GEHUCHTE, "Beschouwingen over het vennootschapsbelang en zijn Corporate Governance problematiek" in K., WAUTERS, *Feestbundel Monard-D'Hulst 20 jaar: diversiteit in eenheid*, Brussel, Larcier, 2010, 210; M., GOERGEN, "International Corporate Governance", Harlow, Pearson, 2012, 28-31.

¹²⁵ D., VAN DE GEHUCHTE, "Beschouwingen over het vennootschapsbelang en zijn Corporate Governance problematiek" in K., WAUTERS, *Feestbundel Monard-D'Hulst 20 jaar: diversiteit in eenheid*, Brussel, Larcier, 2010, 210.

¹²⁶ Zie vnl. het Wetboek van vennootschappen (o.m. artt. 533 §2, 533 bis §2, 533 ter, 536 §2 en 538 bis) en de Belgische *corporate governance* code van 2009, hoofdzakelijk principe 8; J., MALHERBE, Y., DE CORDT, P., LAMBRECHT en P., MALHERBE (eds.), *Droit des sociétés Précis*, Brussel, Bruylant, 2009, 183.

¹²⁷ M., KAHAN en E.B., ROCK, "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control", *University of Pennsylvania Law Review* 2007, 1047; M., GELTER en G., HELLERINGER, "Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors' Duties Really Owed?", *ECGI Working Paper Series in Law* 2014, WP 255/2014, 20.

¹²⁸ S.M., BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, Oxford University Press, 2012, 203.

¹²⁹ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 36.

Allicht zijn zowel een lange- als een korte-termijnstrategie in te passen in dergelijke *shareholder primacy*-benadering. Desalniettemin lag de klemtoon in het verleden en meer in het bijzonder de afgelopen jaren zeker op de (almaar) korte(re) termijn.¹³⁰

Shareholder primacy dringt dus geen tijds kader op en leidt zodoende niet *per se* tot kortetermijndenken en -handelen. De doorgedreven focus, sommige auteurs noemen het zelfs fixatie, op de behaalde (kwartaal)opbrengsten en de aandelenkoers van de vennootschap die met deze denkwijze samenhangt, heeft in vele gevallen echter wel dergelijk effect als resultaat.

Dit heeft volgens de critici een kortzichtig vennootschapsbeleid tot gevolg waarbij de overmatige aandacht voor de bedrijfsprestaties en opbrengsten op korte termijn ten koste gaat van de waarde van de vennootschap op de lange termijn en de toename van de algemene sociale welvaart.¹³¹

38. In de literatuur ter zake wordt *short termism* inderdaad omschreven als een buitensporige focus vanwege zowel het bestuur en het management als de investeerders op de vennootschapsresultaten op korte termijn. Hierdoor wordt er niet zelden voorbij gegaan aan rendabele investeringen op de lange termijn en aan en de wezenlijke waarde van de (betrokken) vennootschap.¹³²

39. Er zijn twee hoofdredenen waarom een wijze van bedrijfsvoering die zich toespitst op de aandeelhouders een kortzichtig beleid in de hand kan werken.

Ten eerste spelen de remuneratiemodellen voor de bestuurders hierin een bepalende rol.¹³³ Een van de componenten in de samenstelling van hun bezoldiging bestaat immers vaak uit een pakket warrants en opties. Zodoende hebben zij er in dergelijke omstandigheden rechtsreeks belang bij om de aandelenkoers zo veel mogelijk op te voeren, eerder dan zich toe te leggen op de toekomst van de vennootschap op de langere termijn.¹³⁴

Verder hebben de institutionele investeerders als aandeelhouders (immer) meer invloed op en beslissingsmacht over de vennootschap en haar beleid dan de individuele investeerders. Daarenboven zijn er ook een aantal categorieën van institutionele investeerders, zoals bepaalde types van beleggingsfondsen en de zgn. *hedge funds*, die

¹³⁰ A., KEAY, "Getting to Grips with the Shareholder Value Theory in Corporate Law", *Common Law World Review* 2010, 372; STOUT, L., *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 66-71.

¹³¹ A., KEAY, "Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model", *Modern Law Review* 2008, 671-672; J., DELVOIE en C., CLOTTENS, "Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares", *Law and Financial Markets Review* 2015, 19.

¹³² A., KEAY, "Getting to Grips with the Shareholder Value Theory in Corporate Law", *Common Law World Review* 2010, 373; L., DALLAS, "Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance", *The Journal of Corporation Law* 2012, 276.

¹³³ J.E., PARKINSON, *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, Clarendon Press, 1993, 223.

¹³⁴ L., STOUT, "The toxic side effects of shareholder primacy", *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 2017-2018; A., KEAY, "Getting to Grips with the Shareholder Value Theory in Corporate Law", *Common Law World Review* 2010, 373.

erom bekend staan hun aandelen slechts korte tijd aan te houden.¹³⁵ Een belangrijk deel van de grote en invloedrijke aandeelhouders zijn dus korte-termijnaandeelhouders.¹³⁶

40. Dit brengt ons bij het onderwerp van de *hedge funds*. Deze categorie van institutionele beleggers speelt een belangrijke rol in het kader van dit argument omtrent kortetermijndenken en -handelen.¹³⁷ Ook hun rol in de vennootschapspraktijk neemt immers almaar toe.

Het begrip *hedge fund* is thans niet wettelijk omschreven, noch bestaat er een algemeen aanvaarde definitie van. Doorgaans worden zij negatief omschreven als “geen klassieke vehikels voor collectieve belegging”. Wat hen van dergelijke vehikels onderscheidt, is hun ongereguleerde karakter, hun nagestreefde beleggingsdoelstelling en de strategieën die zij doorgaans hanteren om deze doelstellingen te bereiken.¹³⁸

Het bijzondere karakter van de *hedge funds* als aandeelhouders komt in belangrijke mate tot uiting in het debat rond aandeelhouderactivisme. *Hedge funds* oefenen veelal een invloed uit op het beleid van de onderneming door een zeer actief gebruik van hun aandeelhoudersrechten.¹³⁹

Onafhankelijk van de marktomstandigheden betrachten zij daarbij een rendement, een zgn. *absolute return*. Hun beleidsstrategieën zijn aangepast aan hun doelstellingen en behelzen technieken waar zij, precies omwille van hun gebrek aan juridisch statuut en in tegenstelling tot de klassieke vehikels voor collectieve belegging, gebruik van kunnen maken.¹⁴⁰ Hiermee gaan zij geregeld in tegen het oordeel van het vennootschapsbestuur dat bij het treffen van beslissingen steeds het vennootschapsbelang als toetssteen in rekening dient te nemen.¹⁴¹

Wanneer *hedge funds* hun aandeelhoudersrechten uitoefenen om, louter in hun eigen belang en dat van hun deelnemers, de beslissingen van het bestuur te doorkruisen, zijn zij enkel geïnteresseerd in de korte termijn, aldus E. Hellebuyck.¹⁴² Dergelijke manier van handelen heeft derhalve in vele gevallen een toename van de druk op het bestuur en het

¹³⁵ L., STOUT, “The toxic side effects of shareholder primacy”, *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 2017.

¹³⁶ L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 65-67; J., DELVOIE en C., CLOTTENS, “Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares”, *Law and Financial Markets Review* 2015, 19.

¹³⁷ M., KAHAN en E.B., ROCK, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review* 2007, 1083-1087.

¹³⁸ E., WYMEERSCH, “Shareholders in action”, *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2007-03, 1 en 9; E., HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 7-9.

¹³⁹ E., WYMEERSCH, “Shareholders in action”, *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2007-03, 6-9; L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 70; E., HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 3.

¹⁴⁰ M., KAHAN en E.B., ROCK, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review* 2007, 1065; E., HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 37-39.

¹⁴¹ Voor de raad van bestuur wordt dit expliciet aangegeven in het tweede principe van de Belgische *corporate governance* code van 2009; F., MAGNUS, *Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'« intérêt de groupe » et d'« avantages anormaux ou bénévoles »*, *RPS* 2011, 325.

¹⁴² E., HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 3.

management tot gevolg om korte-termijnstrategieën toe te passen, veelal zonder dat deze tot een blijvende meerwaarde voor de vennootschap bijdragen.¹⁴³

41. Deze bezorgdheid omtrent *short termism* in de academische literatuur, vindt ook weerklank op internationaal niveau. Sinds de jongste financieel-economische crisis worden internationaal immers verschillende ideeën aangevoerd om het kortetermijndenken op de financiële markten aan te pakken.

Zo wordt zowel in het Britse Kay Review¹⁴⁴ (2012), als in het verslag van het Amerikaanse Aspen Institute¹⁴⁵ (2009), en in het Actieplan van de Europese Commissie omtrent Europees vennootschapsrecht en *corporate governance*¹⁴⁶ (2012), gepleit voor een herstel van de focus en de betrokkenheid op de lange termijn bij het bestuur, het management en in het bijzonder bij de aandeelhouders.¹⁴⁷

Er is inderdaad een duidelijke tendens waarneembaar: de duur waarvoor men aandelen gemiddeld aanhoudt wordt steeds korter en dit heeft gevolgen voor de creatie van duurzame waarde door vennootschappen.¹⁴⁸

Als tegengewicht tegen deze korte-termijndruk op vennootschappen en hun management wordt, naast een billijke en verantwoorde vergoeding voor de bestuurders en de leden van het uitvoerend management, een kern van trouwe aandeelhouders/investeerders op lange termijn vooropgesteld.¹⁴⁹

Om het engagement op langere termijn van de aandeelhouders te stimuleren wordt in de eerste plaats gedacht de zgn. "loyaliteitsaandelen". Daarbij wordt de trouw van de houders die de betrokken aandelen gedurende een bepaalde termijn aanhouden als het ware beloond met aanvullende dividenden, bijkomende stemrechten of een combinatie van beide.¹⁵⁰

Aandelen met extra dividenden worden in het Belgische vennootschapsrecht niet voorzien, noch verboden. Gelet op de aanvullende aard van de regel dat de

¹⁴³ L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 67; E., HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 3.

¹⁴⁴ The Kay review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, juli 2012, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf. (laatst geconsulteerd op 13 mei 2016)

¹⁴⁵ Aspen Institute, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, 9 september 2009, https://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/docs/pubs/overcome_short_state0909_0.pdf. (laatst geconsulteerd op 13 mei 2016)

¹⁴⁶ Actieplan (Comm.) European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, 12 december 2012, COM2012(740)def.

¹⁴⁷ J., DELVOIE en C., CLOTTENS, "Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares", *Law and Financial Markets Review* 2015, 19.

¹⁴⁸ E., WYMEERSCH, "Shareholder after the crisis", *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-12, 1-2.

¹⁴⁹ E., WYMEERSCH, "Shareholder after the crisis", *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-12, 13; J., DELVOIE en C., CLOTTENS, "Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares", *Law and Financial Markets Review* 2015, 19-20.

¹⁵⁰ C., CLOTTENS, "Can't buy me love? – Over de beloning van trouwe aandeelhouders", *TRV* 2013, 7-8.

winstdeelname in verhouding tot de kapitaalbreng dient te staan¹⁵¹, kunnen dergelijke aandelen dus in principe wettig uitgegeven worden mits er hieromtrent een behoorlijke voorziening in de statuten is opgenomen.

Loyaliteitsstemrecht is naar Belgisch recht echter (vooralsnog) niet mogelijk, daar het voorschrift "één aandeel, één stem" nog steeds dwingend geldt voor de belangrijkste Belgische vennootschapstypes met beperking van aansprakelijkheid.¹⁵²

1.4. Besluit in verband met de *shareholder primacy*-theorie

42. Er is al veel gezegd en geschreven over de *shareholder primacy*-idee als een van twee dominante theorieën aangaande het objectief van de vennootschap. Dit thema won de afgelopen jaren nog ontzettend aan momentum, aan belangstelling en aan actualiteitswaarde.¹⁵³

In dit tussenbesluit wordt kort de balans opgemaakt van dit debat en de voornaamste argumenten die in dit verband aangevoerd worden.

43. Ten eerste valt op dat bepaalde van de aangehaalde argumenten of zekere aspecten daarvan wel valide zijn in theorie maar geen stand houden in de (vennootschaps)praktijk binnen en buiten België. In dat kader denken we in de eerste plaats aan de stelling dat *shareholder primacy* aanleiding geeft tot efficiënt bestuur aangezien het bestuur gericht te werk kan gaan als het enkel de aandeelhouders en hun belangen als richtsnoer neemt. Daar vaak noch de aandeelhouders als groep op zich, noch hun belangen homogeen zijn, zal het bestuur ook overeenkomstig deze premisse genoodzaakt zijn deze verschillende belangen tegen elkaar af te wegen en bijgevolg is dit argument in de praktijk van betrekkelijk weinig nut.

Voor het argument omtrent kortetermijndenken en -handelen is overigens het omgekeerde waar: in theorie geeft de *shareholder primacy*-visie immers geen tijds kader aan en leidt zodoende niet *per se* tot *short termism*. In de praktijk, daarentegen, heeft deze aanpak gewoonlijk wel dergelijk effect, met alle ongewenste gevolgen van dien.

Andere (deel)argumenten missen in meer of mindere mate juridische grondslag, zijn onvolledig of zijn niet voldoende genuanceerd. Om te beginnen ontbreekt het de stelling dat de aandeelhouders als restrisicodragers van de vennootschap aanspraak kunnen maken op alle opbrengsten die overblijven nadat de vennootschap al haar wettelijke en contractuele verplichtingen heeft voldaan, duidelijk aan nuancering. *Shareholder primacy*

¹⁵¹ Art. 30 W. Venn; H., BRAECKMANS en R., HOUBEN, *Handboek Vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 182-183.

¹⁵² Zie art 541 W. Venn. Voor de NV, art. 238 en in samenlezing met art. 275 voor de BVBA. Voor de CV is deze regel in principe slechts aanvullend van aard; C., CLOTTENS, "Can't buy me love? – Over de beloning van trouwe aandeelhouders", *TRV* 2013, 8-9; J., DELVOIE en C., CLOTTENS, "Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares", *Law and Financial Markets Review* 2015, 22.

¹⁵³ A., DIGNAM en J., LOWRY, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 440; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 157.

als bescherming voor de aandeelhouders getuigt dan weer, zeker in België, van een onvolledige kijk op de realiteit. Een derde frappante illustratie van deze vaststelling is het gebrek aan enig deugdelijk juridisch fundament voor het argument dat de suprematie van de aandeelhouders stoelt op het feit dat zij de eigenaars van de vennootschap zijn. In bepaalde omstandigheden houdt deze stelling op economisch vlak wellicht stand, juridisch is ze toch veelal misleidend.

44. Deze uiteenzetting leidt tot de conclusie dat geen enkel van de betrokken argumenten na een grondige analyse volledig stand houdt. De juridische grondslagen van de *shareholder primacy*-theorie zijn derhalve behoorlijk wankel.

De merite van de relatieve eenvoud die aan deze theorie toegeschreven wordt en de verschillende voordelen die daarmee gepaard gaan¹⁵⁴ wegen allicht niet tegen deze vaststelling op. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de suprematie van de aandeelhouders in *corporate governance* de laatste jaren het onderwerp van fundamentele reflectie is geweest.

¹⁵⁴ X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 152 en 155-156.

2. *Shareholder primacy* en het vennootschapsbelang

2.1. Het vennootschapsbelang: een blanco-norm en toetssteen in het Belgische vennootschapsrecht

2.1.1. De afwezigheid van een wettelijke omschrijving van het vennootschapsbelang

45. Algemeen wordt het “vennootschapsbelang” als een sleutelconcept binnen vennootschapsrecht beschouwd en de verwijzingen naar dit begrip in de regelgeving ter zake zijn dan ook talrijk. Desalniettemin bestaat er thans geen eenduidige, wettelijke omschrijving van dit begrip.¹⁵⁵ Het vennootschapsbelang geeft bijgevolg aanleiding tot zowel onzekerheid als tot oeverloos debat omtrent zijn inhoud en omvang en wordt dan ook door meerdere auteurs beschouwd als een begrip “dat gemakkelijker negatief dan positief te omschrijven is”.¹⁵⁶

Dit begrip behoort derhalve tot de zgn. blanco-normen of *flous du droit* en houdt uitsluitend een algemene richtlijn in, waarvan de praktische invulling aan de rechtsonderhorigen en desgevallend aan de rechter wordt toevertrouwd.¹⁵⁷ Ondanks de ettelijke verwijzingen naar het vennootschapsbelang in uiteenlopende regelgeving is dit concept in de eerste plaats ontwikkeld in de rechtsleer en de rechtspraak.¹⁵⁸

46. De afwezigheid van een uitgesproken, duidelijke definitie van het vennootschapsbelang blijkt overigens het resultaat van een weloverwogen keuze van de wetgever.¹⁵⁹

Enerzijds is het zeer waarschijnlijk dat de wetgever, omwille van de vele diverse en evolutieve omstandigheden die de regelgeving in het algemeen wordt geacht te vatten, met het vennootschapsbelang als blanco-norm aan de rechtsonderhorigen vooral een

¹⁵⁵ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 27-28 en 734; Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 28.

¹⁵⁶ O.m. K., GEENS, “De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies”, *TPR* 1989, 44-45; Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 28; J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 46-47.

¹⁵⁷ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 28 en 734.

¹⁵⁸ T., TILQUIN en V., SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 810; Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 28.

¹⁵⁹ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 30 en 734; F., MAGNUS, “Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d' « intérêt de groupe » et d' « avantages anormaux ou bénévoles », *RPS* 2011, 326.

algemeen richtsnoer wil bezorgen en deze notie op die manier een zekere flexibiliteit wil geven.¹⁶⁰

Zoals anderzijds afgeleid kan worden uit de voorbereidende werken betreffende wetsbepalingen die raken aan het vennootschapsbelang¹⁶¹, neemt de wetgever zelf ook geen eensluidende houding aan omtrent de invulling van deze notie.¹⁶² Dat de wetgever er doelbewust voor kiest om het vennootschapsbelang niet te definiëren blijkt tevens ondubbelzinnig uit de voorbereidende werken van de wet van 18 juli 1991. Tijdens de besprekingen ter voorbereiding van deze wet bekleemtoonde de vertegenwoordiger van de minister immers dat "er hier een taak is weggelegd voor de hoven en rechtbanken om die notie te verfijnen".¹⁶³

Verder heeft de wetgever er ook de voorkeur aan gegeven het vennootschapsbelang niet te omschrijven, noch bij de voorbereiding van het Wetboek van vennootschappen (verder "W. Venn."), noch naar aanleiding van wijzigingen aan dit wetboek.

47. Het vennootschapsbelang is uiteindelijk ook een politiek en ideologisch zwaar beladen onderwerp, wat het gebrek aan eensgezindheid bij de wetgever, in de rechtspraak en in de rechtsleer dan ook mede verklaart. Deze materie appelleert immers niet enkel aan louter juridisch-technische vragen maar eveneens aan de rol van de vennootschap in de economie.¹⁶⁴

2.1.2. De rol van het vennootschapsbelang binnen het vennootschapsrecht

48. In het vennootschapsrecht zijn de verwijzingen naar het vennootschapsbelang legio. Deze notie is dan ook van belang in elke vennootschap (hoewel hoofdzakelijk in die met rechtspersoonlijkheid) en dit zowel in de kapitaalvennootschappen als in de personenvennootschappen.¹⁶⁵

49. In ons recht is het vennootschapsbelang namelijk de maatstaf voor de concrete beoordeling van een heel aantal aspecten m.b.t. de vennootschap, zoals de regelmatigheid en de efficiëntie van de vennootschapshandelingen en -transacties, de

¹⁶⁰ F., MAGNUS, "Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'« intérêt de groupe » et d'« avantages anormaux ou bénévoles », *RPS* 2011, 326.

¹⁶¹ Zie bv. Verslag namens de commissie belast met de problemen inzake handels- en economisch recht, uitgebracht door de heren Knoops en de Vlieghe, *Parl.St.* Kamer 1992-1993, 98 en tegenovergesteld het Verslag namens de bijzondere commissie (handelsvennootschappen) door de heren Vandenberghe, Stroobant en Laverge, *Parl.St.* Senaat 1993-1994, nr. 1086-2, 145.

¹⁶² A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 30-33.

¹⁶³ Verslag namens de commissie "ad hoc" handelsvennootschappen uitgebracht door de heren Verhaegen en Bayenet, *Parl.St.* Senaat 1990-1991, nr. 1107-3, 152-153; T., TILQUIN en V., SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 810.

¹⁶⁴ T., TILQUIN en V., SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 1996, 810; J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 62.

¹⁶⁵ J., HEENEN, "L'intérêt social" in X., *Liber Amicorum Paul De Vroede*, Diegem, Kluwer, 1994, 891.

statutaire bepalingen, de onderhandse aandeelhoudersovereenkomsten¹⁶⁶ en de beslissingen van de verschillende vennootschapsorganen^{167, 168}.

Verder wordt het concept vennootschapsbelang ook aangewend om een aantal tussenkomsten aangaande de vennootschap en haar werking te rechtvaardigen. Voorbeelden hiervan zijn het afzwakken van spreek- of discretieplichten of rechterlijke interventies in het vennootschapsgebeuren, zoals o.m. de aanstelling van een voorlopig bewindvoerder.¹⁶⁹

Terwijl de precieze inhoud van het vennootschapsbelang nog steeds onzeker is, is de rol van dit concept als belangrijke toetssteen in het huidige vennootschapsrecht dus helemaal niet voor discussie vatbaar.

2.2. Verschillende opvattingen omtrent het vennootschapsbelang

50. Het gebrek aan unaniem standpunt omtrent het vennootschapsbelang zowel bij de wetgever als in de rechtspraak, de overvloed aan rechtsleer over deze materie en de meningsverschillen die daaruit blijken, bewijzen alle dat de concrete invulling van dit begrip een heikele opdracht is.¹⁷⁰ Het hoeft dan ook niet te verbazen dat er in de rechtspraak en de rechtsleer naar het vennootschapsbelang wordt verwezen zonder dat daarbij de betekenis en inhoud van dit begrip wordt gepreciseerd, met de nodige onzekerheid tot gevolg.¹⁷¹

Om die reden zal ik onder deze titel een beschrijving geven van het debat omtrent het vennootschapsbelang in de Belgische rechtsleer en rechtspraak en van de standpunten die daarover hoofdzakelijk ingenomen worden.

¹⁶⁶ Zo is voor de meest voorkomende aandeelhoudersafspraken, nl. die inzake de overdraagbaarheid van aandelen (art. 510 W. Venn.) en die inzake de uitoefening van het stemrecht (art. 551 W. Venn.) expliciet bepaald dat zij steeds verantwoord moeten zijn op grond van het vennootschapsbelang; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'", *TBH* 2014, 855; J., PATTYN, "Goede afspraken maken goede aandeelhouders", *Not.Fisc.M.* 2015, 168 en 175-176.

¹⁶⁷ Deze vaststelling geldt zowel voor de algemene vergadering als voor de bestuursorganen zoals de raad van bestuur, de zaakvoerder of het college van zaakvoerders, het orgaan van dagelijks bestuur en het directiecomité. M.b.t. de raad van bestuur wordt dit overigens expliciet gearticuleerd in het tweede principe van de Belgische *corporate governance* code van 2009; J., HEENEN, "L'intérêt social" in X., *Liber Amicorum Paul De Vroede*, Diegem, Kluwer, 1994, 891; F., MAGNUS, *Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'« intérêt de groupe » et d'« avantages anormaux ou bénévoles »*, *RPS* 2011, 325; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'", *TBH* 2014, 855.

¹⁶⁸ Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 28.

¹⁶⁹ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 379-380.

¹⁷⁰ F., MAGNUS, "Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'« intérêt de groupe » et d'« avantages anormaux ou bénévoles »", *RPS* 2011, 326; J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 46-47.

¹⁷¹ L., CORNELIS, "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 123.

51. De vraag naar de begunstigen van het vennootschapsbelang maakt de kern uit van het debat aangaande dit juridische concept.¹⁷² Het is niet zozeer de vraag of, en *in casu quo* in welke mate het vennootschapsbestuur rekening moet houden met de belangen van andere *stakeholders* dan de aandeelhouders. Wel wordt er middels deze vraag nagegaan of de notie van het vennootschapsbelang geschikt is om het bestuur te nopen tot bescherming voor en bevordering van die andere belangen.¹⁷³

2.2.1. In de rechtsleer

52. In de rechtsleer zijn de standpunten ter zake gepolariseerd in de richting van twee uiterste, veelal strijdige opvattingen.¹⁷⁴ Zodoende tekenen enerzijds de restrictieve benadering en anderzijds de ruime benadering van het vennootschapsbelang zich af als hoofdopvattingen omtrent deze materie.¹⁷⁵

Centraal in de typologie van de opvattingen over het vennootschapsbelang staat ook hier de vraag naar de verhouding tussen het vennootschapsbelang en de belangen van de diverse partijen die bij de vennootschap en de door haar gevoerde onderneming betrokken zijn, de zgn. categoriële belangen.¹⁷⁶

2.2.1.1. De klassiek enge opvatting

53. Volgens het eerste, wijdverspreide, standpunt – dat ondanks zijn bestendige succes in zowel rechtsleer als rechtspraak in België toch moeilijk als onbetwiste meerderheidsstrekking beschouwd kan worden¹⁷⁷ – vallen het vennootschapsbelang en het collectieve winstbelang van de (bestaande) aandeelhouders samen.¹⁷⁸

¹⁷² T., TILQUIN en V., SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 1996, 815; H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 374.

¹⁷³ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 378.

¹⁷⁴ Zoals X. Dieux opmerkte gedurende de voorbereidingen van de wet van 13 april 1995 in het Verslag namens de bijzondere commissie (handelsvennootschappen) door de heren Vandenbergh, Stroobant en Laverge, *Parl.St.* Senaat 1993-1994, nr. 1086-2, 145; K., GEENS, "De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies", *TPR* 1989, 45-47; F., MAGNUS, "Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'« intérêt de groupe » et d'« avantages anormaux ou bénévoles », *RPS* 2011, 327; J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 47.

¹⁷⁵ Zonder de waarde van de variabele en de ontkennende opvattingen omtrent het vennootschapsbelang te ontkennen; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds eng: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 347.

¹⁷⁶ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 488 en 617; Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 32; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 156-157.

¹⁷⁷ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 374-375; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'" *TBH* 2014, 862.

¹⁷⁸ K., GEENS, "Het toegestaan kapitaal als afweermecanisme tegen overvallen: het wettig belang van de "bieder" (Cerus) en het vennootschapsbelang van de "doelwitvennootschap" (GMB)", *TRV* 1988, 138; A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 446-447; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds eng: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 348.

54. Ter ondersteuning van deze klassiek enge opvatting stellen haar voorstanders een solide rechtsgrondslag in de artikelen 1 en 19, eerste lid van het W. Venn. voorop.¹⁷⁹

Uit de omschrijving van de vennootschap die artikel 1 W. Venn. geeft en in het bijzonder uit de bepaling dat "Een vennootschap wordt opgericht (...) met het oogmerk aan de vennoten een rechtstreeks of onrechtstreeks vermogensvoordeel te bezorgen" blijkt dat het winstoogmerk als een van de grondvoorwaarden van de vennootschap geldt.¹⁸⁰

Hieruit wordt het principe van de wettelijke specialiteit afgeleid. Deze wordt tot de openbare orde gerekend en verwijst naar het wettelijke doel dat vastgesteld wordt voor bepaalde categorieën van rechtspersonen en dat voor kapitaalsvennootschappen aansluit bij het winst(verdelings)oogmerk¹⁸¹.¹⁸²

Niettegenstaande het feit dat rechtspersonen in beginsel dezelfde rechtsbekwaamheid genieten als natuurlijke personen¹⁸³, beperkt dit wettelijke doel hun speelruimte wel. Dit heeft voor kapitaalsvennootschappen tot gevolg dat zij in de regel enkel activiteiten kunnen uitoefenen met als oogmerk het direct of indirect realiseren van winst (begrepen in de ruime zin van het woord), die vervolgens aan de aandeelhouders zal worden uitgereikt.¹⁸⁴

Volgens artikel 19, eerste lid W. Venn. wordt de vennootschap in het gemeenschappelijke belang van de partijen aangegaan en uitgevoerd.¹⁸⁵ Om dit gemeenschappelijke belang van de partijen/aandeelhouders te bepalen wordt slechts één van alle mogelijke belangen die de aandeelhouders bij de vennootschap hebben in aanmerking genomen, nl. de opbrengst die elke aandeelhouder individueel beoogt te halen uit de collectieve verrijking middels de vennootschapsactiviteit, kortom het winstbelang.¹⁸⁶

¹⁷⁹ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'" *TBH* 2014, 859; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds eng: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 347.

¹⁸⁰ P.A., FORIERS en A., FRANÇOIS, "Een nieuwe kijk op enkele klassieke dichotomieën in het vennootschapsrecht/Un nouveau regard sur quelques dichotomies classiques en droit des sociétés" in X., *De modernisering van het vennootschapsrecht/La modernisation du droit des sociétés*, Brussel, Larcier, 2014, 29.

¹⁸¹ Voor een heldere en scherpe bespreking van dit concept en zijn relevantie in het actuele handels-, vennootschaps- en verenigingsrecht zie J., VANANROYE, "De parabel van het afgesneden worstje (of: het winstoogmerk)", *TRV* 2015, 482-489.

¹⁸² F., JENNE, "Welke sancties in geval van overschrijding van de wettelijke en de statutaire specialiteit en de miskenning van het vennootschapsbelang?", *TRV* 2002, 389; A., FRANÇOIS, "Libéralité et spécialité légale: un cadeau empoisonné?" (noot onder Cass. 30 september 2005), *RPS* 2010, 216; H., BRAECKMANS en R., HOUBEN, *Handboek Vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 162.

¹⁸³ Cass. 31 mei 1957, *Pas.* 1957, 1176; J., RONSE, *Algemeen deel van het vennootschapsrecht*, Leuven, Uitgeverij Acco, 1975, 320.

¹⁸⁴ F., JENNE, "Welke sancties in geval van overschrijding van de wettelijke en de statutaire specialiteit en de miskenning van het vennootschapsbelang?", *TRV* 2002, 388-389; A., FRANÇOIS, "Libéralité et spécialité légale: un cadeau empoisonné?" (noot onder Cass. 30 september 2005), *RPS* 2010, 216-217; J., VANANROYE, "De parabel van het afgesneden worstje (of: het winstoogmerk)", *TRV* 2015, 488.

¹⁸⁵ A., FRANÇOIS, "Libéralité et spécialité légale: un cadeau empoisonné?" (noot onder Cass. 30 september 2005), *RPS* 2010, 224; H., BRAECKMANS en R., HOUBEN, *Handboek Vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 5-6.

¹⁸⁶ A., FRANÇOIS en K., BYTTEBIER, "For-profit or not-for-profit? That's the question. Profit maximization in Company Law: Myth or (Legal) Reality?" in L., Cornelis, *Finance and Law: Twins in Trouble*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 237; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of

Bijgevolg wordt de vennootschap overeenkomstig deze bepaling *de facto* aangegaan en uitgevoerd in het gemeenschappelijke winstbelang van de partijen/aandeelhouders. Gekoppeld aan de vaststelling dat de vennootschap zich niet mag afwenden van het doel waarvoor de wetgever haar heeft bestemd en derhalve het nastreven van winst voor ogen dient te hebben,¹⁸⁷ volgt uit het voorgaande dat het vennootschapsbelang zich vereenzelvigt met het gemeenschappelijke vermogensbelang van haar aandeelhouders of met hun "collectieve winstbelang".¹⁸⁸

Deze vaststelling leidt inderdaad tot de conclusie dat de enge opvatting, *de lege lata*, een stevige rechtsgrondslag vindt in het positieve vennootschapsrecht.

55. Overeenkomstig deze opvatting is de aandacht voor de belangen van andere *stakeholders* dan de aandeelhouders veeleer beperkt. In geen geval kan de vennootschap volgens dit standpunt (mede) ten dienste van belanghebbende derden bestuurd worden.¹⁸⁹

In deze traditioneel enge opvatting gaat men er bovendien van uit dat het nastreven van het collectieve winstbelang van de aandragers van kapitaal de belangen van alle betrokken partijen dient. Aan de belangen van de andere *stakeholders* wordt derhalve niet zonder meer voorbijgegaan en al helemaal niet wanneer het behartigen van deze stakeholdersbelangen dat van de aandeelhouders ten goede komt.¹⁹⁰

Dikwijls kreeg en krijgt deze opvatting echter het verwijt enkel oog te hebben voor de realisatie en de maximalisatie van de opbrengst voor de bestaande aandeelhouders op korte termijn. Volgens deze visie zouden de bestuurders van de vennootschap, evenwel binnen de grenzen van de wet, immers niets anders moeten betrachten dan de optimalisatie van de opbrengst voor de aandeelhouders, ten koste van wat dan ook.¹⁹¹

56. Deze klassiek enge opvatting kan rekenen op het goedvinden van vnl. B. Glansdorff¹⁹² en D. Van Gerven¹⁹³.

Business is to Increase its Profits?"; *TBH* 2014, 859; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 348.

¹⁸⁷ P.A., FORIERS, "Spécialité légale – Spécialité statutaire et but de lucre. Quelques observations sur l'arrêt de la Cour de cassation du 30 septembre 2005" (noot onder Cass. 30 september 2005), *TBH* 2006, 1031; D., VAN DE GEHUCHTE, "Beschouwingen over het vennootschapsbelang en zijn Corporate Governance problematiek" in K., WAUTERS, *Feestbundel Monard-D'Hulst 20 jaar: diversiteit in eenheid*, Brussel, Larcier, 2010, 214; J., VANANROYE, "De parabel van het afgesneden worstje (of: het winsttoogmerk)", *TRV* 2015, 483-484.

¹⁸⁸ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'" *TBH* 2014, 859.

¹⁸⁹ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondbelangen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 456-457; D., VAN GERVEN, "Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014", *TRV* 2014, 578; J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 49.

¹⁹⁰ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondbelangen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 456-457; F., MAGNUS, "Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'« intérêt de groupe » et d'« avantages anormaux ou bénévoles »", *RPS* 2011, 336.

¹⁹¹ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondbelangen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 451; J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 49.

¹⁹² B., GLANSDORFF, "Interventions nouvelles du juge en droit des sociétés", *DAOR* 1989, 21-30.

2.2.1.2. De moderne, genuanceerd enge opvatting

57. Naderhand is het traditioneel enge standpunt, ongetwijfeld onder invloed van de kritiek vanwege de voorstanders van de ruime opvatting, door verschillende auteurs genuanceerd en verfijnd.¹⁹⁴

Deze nuanceringsen betreffen enerzijds de omschrijving van het collectieve winstbelang en anderzijds de verhouding tussen de aandeelhoudersbelangen en die van de andere belanghebbende partijen.¹⁹⁵

Een eerste nuancering houdt verband met het collectieve winstbelang van de aandeelhouders, dat in deze genuanceerd enge opvatting een dynamische en toekomstgerichte invulling krijgt. Het vennootschapsbelang blijft met dit belang van de aandeelhouders¹⁹⁶ overeenstemmen maar belichaamt daarbij eveneens de productiviteit en winstgevendheid van de onderneming (als *going concern*) op de lange termijn. Het is dan ook deze gedachte die uitgedrukt wordt in het begrip "toekomstige aandeelhouders".¹⁹⁷

M.b.t. de relatie tussen de aandeelhoudersbelangen en die van de andere *stakeholders*, ten tweede, kennen de voorstanders van deze benadering aan de belangen van laatstgenoemden een indirecte invloed toe op de concrete betekenis van het vennootschapsbelang.¹⁹⁸ De erkenning van die invloed resulteert allicht uit het besef dat een vennootschap niet in een vacuüm functioneert maar wel in een bepaalde samenleving met een concreet economisch, sociaal en politiek klimaat, waar ze te maken krijgt met ettelijke andere belangen dan het loutere collectieve winstbelang van haar aandeelhouders.¹⁹⁹ Daar de werkzaamheden en de productie binnen de onderneming die door de vennootschap gevoerd wordt, inderdaad ultiem aan de basis liggen van de

¹⁹³ D., VAN GERVEN, "Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014", *TRV* 2014, 555-603.

¹⁹⁴ K., GEENS, "De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies", *TPR* 1989, 45-46; J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 48; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 348.

¹⁹⁵ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 457; J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 48.

¹⁹⁶ Enkel het facet "winstdeelneming" van het individuele aandeelhoudersbelang wordt in deze visie immers geïncorporeerd in het vennootschapsbelang. De overige belangen van de aandeelhouders moeten net als de andere categoriële belangen tegen het vennootschapsbelang afgewogen worden; K., GEENS, "De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies", *TPR* 1989, 46.

¹⁹⁷ J.E., PARKINSON, *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, Clarendon Press, 1993, 80-81; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 348.

¹⁹⁸ L., CORNELIS, "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 126; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 348-349.

¹⁹⁹ L., CORNELIS, "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 127; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 348-349.

opbrengsten voor de aandeelhouders, is de samenwerking met het geheel van *stakeholders* dan ook cruciaal.²⁰⁰

Daarnaast stippen deze auteurs terecht aan dat de verplichting om het vennootschapsbelang (opgevat als het collectieve winstbelang van de aandeelhouders) te bevorderen ingedamd wordt door de rechtsregels die een bescherming voor andere categoriële belangen opleggen.²⁰¹

58. Het vennootschapsbelang, op deze manier begrepen, hoeft overigens niet steeds voor te gaan op dat van de belanghebbende derden, aldus K. Geens. Overeenkomstig deze visie is het vennootschapsbelang, net zoals de categoriële belangen, bij het ondernemingsgebeuren betrokken. Die categoriële belangen moeten echter niet in het vennootschapsbelang verdisconteerd worden; zij moeten ertegen afgewogen kunnen worden.²⁰²

59. Daar er in deze "tussenstroming", zoals J. Pattyn de genuanceerd enge opvatting treffend labelt, toch ook andere belangen in beschouwing genomen worden dan louter de patrimoniale belangen van de aandeelhouders, komt deze visie dichterbij de ruime opvatting te staan.²⁰³ Doch, de belanghebbende derden ontleen volgens de genuanceerd enge opvatting geen rechtstreekse bescherming of directe rechten aan het vennootschapsbelang zelf. De behartiging van hun belangen is een taak die weggelegd is voor het gemeen recht en de bijzondere wetgeving.²⁰⁴

60. Deze visie op het vennootschapsbelang is wijdverspreid binnen de rechtsleer en wordt gedragen door o.m. L. Cornelis²⁰⁵, A. François²⁰⁶, K. Geens en M. Wyckaert²⁰⁷, J.M. Nelissen-Grade²⁰⁸ en J.M. Gollier²⁰⁹.

Ook J. Vananroye²¹⁰ kan allicht tot deze stroming gerekend worden, met evenwel de nuance dat hij de bescherming die voortvloeit uit het concept vennootschapsbelang niet

²⁰⁰ Y., DE CORDT, "Les stakeholders dans les Codes de Corporate Governance", *RPS* 2005, 92; J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 57.

²⁰¹ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 485.

²⁰² K., GEENS, "Het toegestaan kapitaal als afweermechanisme tegen overvallen: het wettig belang van de "bieder" (Cerus) en het vennootschapsbelang van de "doelwitvennootschap" (GMB)", *TRV* 1988, 138-139; K., GEENS, "De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies", *TPR* 1989, 46-47.

²⁰³ J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 48.

²⁰⁴ D., VAN GERVEN, "Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014", *TRV* 2014, 578; A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 488-489.

²⁰⁵ L., CORNELIS, "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 109-193.

²⁰⁶ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 795 p.

²⁰⁷ K., GEENS en M., WYCKAERT, *Beginnels van Belgisch privaatrecht IV, Verenigingen en vennootschappen, Deel II, De vennootschap, A. Algemeen deel*, Mechelen, Kluwer, 2011, 261.

²⁰⁸ J.M., NELISSEN-GRADE, "De la validité de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales", *RCJB* 1991, 233.

²⁰⁹ J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 46-63.

beperkt ziet tot alleen de aandeelhouders maar verruimt tot de categorie van de schuldeisers. Deze bepaalde stakeholdersgroep kan echter zeer veelomvattend zijn en bijgevolg in meer of mindere mate samenvallen met de *stakeholders* die met de notie “toekomstige aandeelhouders” bedoeld worden.

Een ander voorbeeld van een enigszins afwijkend standpunt dat eveneens in deze rij past is dat van J. Heenen²¹¹. Hij beperkt zijn omschrijving van het vennootschapsbelang immers tot het meest essentiële en vult deze notie daarbij in aan de hand van de belangen van de huidige en de toekomstige aandeelhouders en die van de werknemers.

2.2.1.3. De ruime opvatting

61. Volgens het andere uiterste standpunt, de zgn. ruime opvatting, kan het vennootschapsbelang bezwaarlijk gelimiteerd worden tot het kapitalistische, collectieve winstbelang van het geheel van de aandeelhouders.²¹²

De ruime opvatting stelt, integendeel, dat in het vennootschapsbelang ook de belangen van andere *stakeholders* bij de vennootschap (cf. randnr. 16) dan louter de aandeelhouders opgenomen moeten worden, of dat deze belangen ten minste bij de concrete invulling van het vennootschapsbelang in aanmerking genomen moeten worden.²¹³

Het uitgangspunt van deze strekking t.o.v. de stakeholdersbelangen is allicht niet dat zij altijd in dezelfde mate moeten worden behartigd. Zij moeten daarentegen in rekening genomen worden naargelang van de concrete situatie.²¹⁴ Dit houdt in dat de vennootschapsorganen hun beslissingen, afhankelijk van de context, kunnen verantwoorden op grond van de belangen van bepaalde *stakeholders*, waaronder al dan niet de aandeelhouders begrepen zijn.²¹⁵

Naast de aandeelhouders zijn het in hoofdzaak de werknemers, de leveranciers, de kredietverleners, het cliënteel, het land, de regio of de gemeenschap waarbinnen het

²¹⁰ J., VANANROYE, “Ook de enige vennoot heeft altijd gezelschap”, *TRV* 2014, 425-426.

²¹¹ J., HEENEN, “L’*intérêt social*” in X., *Liber Amicorum Paul De Vroede*, Diegem, Kluwer, 1994, 894.

²¹² Verslag namens de bijzondere commissie (handelsvennootschappen) door de heren Vandenberghe, Stroobant en Laverge, *Parl.St.* Senaat 1993-1994, nr. 1086-2, 145; J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 47.

²¹³ F., MAGNUS, “Appréciation des contours de l’*intérêt social*: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d’ « *intérêt de groupe* » et d’ « *avantages anormaux ou bénévoles* », *RPS* 2011, 327; A., FRANÇOIS, “Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!” in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 349.

²¹⁴ J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 48.

²¹⁵ D., WILLERMAIN, “L’*intérêt social* selon la Cour de cassation: ‘The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?’”, *TBH* 2014, 857.

ondernemingsgebeuren plaatsvindt, die in dit kader door de voorstanders van deze visie aangemerkt worden als groepen of categorieën van *stakeholders*.²¹⁶

Volgens deze opvatting kan of moet dus in de belangenbehartiging voor de andere *stakeholders* worden voorzien aan de hand van het vennootschapsbelang zelf.²¹⁷

62. De voornaamste punten van kritiek op deze ruime visie zijn zeer goed te vergelijken met diegene die het meest courant aangehaald worden in het kader van het theoretische model van de stakeholdertheorie, zoals besproken onder titel 1.2.

Eerst en vooral wordt door verschillende auteurs vooropgesteld dat deze benadering zodanig veelomvattend is dat ze de leiding van een vennootschap praktisch onmogelijk maakt.²¹⁸ Deze opvatting geeft volgens haar critici bovendien geen of geen overtuigend antwoord op een aantal cruciale vragen die in deze context onvermijdelijk rijzen, zoals welke categoriële belangen al dan niet in aanmerking genomen moeten worden en *casu quo* in welke mate, op welke manier met belangenconflicten omgegaan dient te worden of nog hoe het vennootschapsbelang uiteindelijk uit alle betrokken belangen samengesteld moet worden.²¹⁹

Een volgend fundamenteel bezwaar tegen deze visie is dat zij, door de verruiming van de bestuursverantwoordelijkheden tot alle partijen die bij de vennootschap en de door haar gevoerde onderneming betrokken zijn, de beleidsvrijheid van het bestuur aanzienlijk oprekt. Daardoor kan het bestuur het gevoerde beleid nagenoeg altijd rechtvaardigen als zijnde in het belang van deze of gene *stakeholder*, *a priori* zonder dat deze verantwoordingsgronden te verifiëren zijn.²²⁰

De tegenstanders van deze visie hekelen tot slot ook het gebrek aan een stevige rechtsgrond voor deze opvatting in het positieve recht.²²¹

²¹⁶ O.m. P., VAN OMMESLAGHE en X., DIEUX, "Examen de jurisprudence (1979 à 1990), les sociétés commerciales", *RCJB* 1993, 772; W., VAN GERVEN, "Van de Generale naar Fortis" in M., FAURE en W., RAUWS (eds.), *Recente ontwikkelingen in het arbeids-, economisch, straf- en familierecht: huldeboek voor Mr. Jos Van Goethem*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 64; Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 6-7.

²¹⁷ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 618; D., VAN GERVEN, "Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014", *TRV* 2014, 578.

²¹⁸ Verslag namens de bijzondere commissie (handelsvennootschappen) door de heren Vandenberghe, Stroobant en Laverge, *Parl.St.* Senaat 1993-1994, nr. 1086-2, 145; J., HEENEN, "L'intérêt social" in X., *Liber Amicorum Paul De Vroede*, Diegem, Kluwer, 1994, 892; A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 655-657; J., MALHERBE, Y., DE CORDT, P., LAMBRECHT en P., MALHERBE (eds.), *Droit des sociétés Précis*, Brussel, Bruylant, 2009, 630; D., VAN GERVEN, "Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014", *TRV* 2014, 578.

²¹⁹ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 636-637 en 655-656; H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 379.

²²⁰ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 651-652; H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 378.

²²¹ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 636-637 en 658-659.

63. Ook het ruime standpunt kan op veel bijval rekenen in de rechtsleer en wordt bijgetreden door auteurs als X. Dieux en P. Van Ommeslaghe²²², Y. De Cordt²²³, V. Simonart en T. Tilquin²²⁴, D. Willermain²²⁵ en W. Van Gerven²²⁶.

2.2.2. In de rechtspraak

64. Niet alleen de in rechtsleer, maar ook in de rechtspraak heerst er verdeeldheid over de vraag hoe eng of hoe ruim het vennootschapsbelang ingevuld dient te worden. In de relevante uitspraken ter zake sluit men aan bij nu eens de enge, dan weer de genuanceerd enge of de ruime opvatting, naargelang van de omstandigheden. De rechtspraak vertoont ter zake m.a.w. een gebrek aan consistentie.²²⁷

Deze afwezigheid van eensgezindheid maakt een belangrijke factor van onzekerheid uit, aangezien moeilijk in te schatten is welke invulling de rechter gebeurlijk aan het vennootschapsbelang zal geven. Daar moet echter meteen aan worden toegevoegd dat de rechter zich bij de toets aan het vennootschapsbelang evenwel dient te beperken tot een marginale controle, hetgeen deze rechtsonzekerheid toch enigermate tempert.²²⁸ In die context is ook het arrest van het Hof van Cassatie van 28 november 2013²²⁹ te vermelden waarin het Hof voor het eerst een concrete en heldere omschrijving van het vennootschapsbelang geeft. Dit wordt onder het volgende randnummer en verder onder titel 2.5. besproken en geanalyseerd.

65. Onder dit randnummer wordt een korte bespreking van vier relatief recente en gezaghebbende rechterlijke uitspraken gegeven. Zij zijn merkwaardig op zowel juridisch als maatschappelijk vlak en laten zich alle vier op een ondubbelzinnige manier uit over de inhoud van het sleutelbegrip "vennootschapsbelang". Zij onderschrijven echter uiteenlopende standpunten omtrent deze notie; zowel de klassiek enge, de modern enge als de ruime opvatting vinden weerklank in een van deze uitspraken.

Zo vindt de klassiek enge visie bijval in o.m. een opmerkelijk arrest van het Hof van Beroep te Brussel van 12 december 2008²³⁰, een van de uitspraken in de Fortis-zaak.²³¹

²²² P., VAN OMMESLAGHE en X., DIEUX, "Examen de jurisprudence (1979 à 1990), les sociétés commerciales", *RCJB* 1993, 639-824.

²²³ Y., DE CORDT, *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 145 p.

²²⁴ T., TILQUIN en V., SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 1996, 939 p.

²²⁵ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 855-865.

²²⁶ W., VAN GERVEN, "Van de Generale naar Fortis" in M., FAURE en W., RAUWS (eds.), *Recente ontwikkelingen in het arbeids-, economisch, straf- en familierecht: huldeboek voor Mr. Jos Van Goethem*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 63-75.

²²⁷ H., DE WULF, *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 378-379.

²²⁸ J.M., NELISSEN-GRADE, "De la validité de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales", *RCJB* 1991, 237; J., PATTYN, "Goede afspraken maken goede aandeelhouders", *Not.Fisc.M.* 2015, 168.

²²⁹ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 286-288.

²³⁰ Brussel 12 december 2008, *JLMB* 2009, 388-408.

In deze zaak hadden zowel de Belgische staat als de Europese Centrale Bank steun verleend aan de bank Fortis. De Fortis-groep werd ontmanteld, hetgeen gepaard ging met de overdracht van Fortis-aandelen aan een prijs die veel lager lag dan de aandeelhouders hadden kunnen inschatten.²³² Het Hof van Beroep diende zich uit te spreken over de vraag of het bestuur van Fortis dergelijke beslissing, die *a priori* inging tegen de aandeelhoudersbelangen, kon verantwoorden aan de hand van het algemeen belang en de belangen van de Belgische economie en de werknemers en de spaarders van Fortis.²³³ Het Hof stelde dat deze beslissing een ernstige schending inhield van de financiële vooruitzichten van de aandeelhouders, waardoor zij met quasi lege handen zouden achterblijven.²³⁴ Dit achtte het Hof ondenkbaar en liet de aandeelhoudersbelangen zodoende zonder meer voorgaan op de andere betrokken belangen, zoals o.m. dat van de spaarders en de deposanten, dat van de Belgische Overheid en het algemeen belang.²³⁵

Een tweede markant arrest waarin gerefereerd wordt aan het vennootschapsbelang betreft het arrest van het Hof van Beroep te Brussel van 1 maart 1988²³⁶ in het kader van de *De Benedetti*-kwestie. Het Hof concludeerde immers dat het bestuursorgaan van de Société Générale de Belgique het vennootschapsbelang niet geschonden had door rekening te houden met het belang van de Belgische staat en zijn beleid op vlak van de industrie en onderschreef daarmee duidelijk de ruime opvatting van het vennootschapsbelang.²³⁷

Relatief recent werd dit standpunt door de kortgedingrechter van de Rechtbank van Koophandel te Luik²³⁸ bijgetreden. De rechtbank stelde immers dat het vennootschapsbelang "is samengesteld uit verschillende componenten en naast het belang van de aandeelhouders ook dat van andere belanghebbende partijen, zoals klanten, leveranciers en werknemers omvat".²³⁹

²³¹ Y., DE CORDT, "Les enjeux de l'affaire « Fortis »", *RPS* 2009, 351.

²³² L., FRANKIGNOUL, "La crise bancaire de 2008, de Cleveland à Bruxelles", *RFDL* 2009, 607-608; J.M., GOLLIER, "Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise" in Y., DE CORDT (ed.), *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 314-315.

²³³ DE CORDT, Y., "Les enjeux de l'affaire « Fortis »", *RPS* 2009, 360.

²³⁴ Brussel 12 december 2008, *JLMB* 2009, 396.

²³⁵ Y., DE CORDT, "Les enjeux de l'affaire « Fortis »", *RPS* 2009, 359; J.M., GOLLIER, "Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise" in Y., DE CORDT (ed.), *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 315-316; F., MAGNUS, "Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d'« intérêt de groupe » et d'« avantages anormaux ou bénévoles », *RPS* 2011, 332.

²³⁶ Brussel 1 maart 1988, *TRV* 1988, 115-131; J.M., NELISSEN-GRADE, "De la validité de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales", *RCJB* 1991, 232.

²³⁷ P., VAN OMMESLAGHE en X., DIEUX, "Examen de jurisprudence (1979 à 1990), les sociétés commerciales", *RCJB* 1993, 773; J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 51.

²³⁸ Kh. Luik 26 november 2013, *TRV* 2014, 319-327.

²³⁹ Kh. Luik 26 november 2013, *TRV* 2014, 324; N., COOREMAN, "Opschorting van een besluit van de algemene vergadering en contractuele compensatie: overdadig eigenbelang duurt nooit lang", *TRV* 2014, 338; D., VAN GERVEN, "Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014", *TRV* 2014, 578.

Twee dagen later, evenwel, distantieerde het Hof van Cassatie zich van deze stelling in het voormelde arrest van 28 november 2013.²⁴⁰ Het Hof verklaarde in het licht van een geschil dat “het belang van een vennootschap wordt bepaald door het collectief winstbelang van haar huidige en toekomstige aandeelhouders”.²⁴¹

Uit zowel de verwijzing naar de toekomstige aandeelhouders in het arrest zelf als uit de verduidelijkingen hierbij in het jaarverslag van dat jaar²⁴², kan worden opgemaakt dat het Hof via deze definitie een dynamische en toekomstgerichte interpretatie van het vennootschapsbelang voorstaat. Dit toont aan dat het Hof met deze uitspraak heden ten dage de genuanceerd enge opvatting bevestigt.

66. Uit het voorgaande volgt onbetwistbaar het besluit dat deze in het oog springende en toonaangevende rechterlijke beslissingen geen eenduidige richting aangeven omtrent de aan het vennootschapsbelang toekomende betekenis. Zij geven, integendeel, zelf evenzeer aanleiding tot onduidelijkheid en verwarring.

Ook in de rechtspraak wordt dus courant gerefereerd aan het vennootschapsbelang zonder dat daarbij verder ingegaan wordt op de inhoud en betekenis van deze notie.²⁴³

Het is nu afwachten of aan deze rechtsonzekerheid een einde zal komen met het voornoemde cassatiearrest.

2.3. Eng blijkt dus niet altijd eng

2.3.1. De complementariteit van de modern enge en de ruime opvatting

67. Gelet op het voorgaande moet de kloof tussen de ruime en de enge visie evenwel niet overdreven worden.²⁴⁴

De voorstanders van de moderne, genuanceerd enge opvatting – waar wellicht de grote meerderheid van de auteurs die de enge opvatting voorstaan in ondergebracht kunnen worden – erkennen immers dat het vennootschapsbelang ook het belang van de aandeelhouders op de lange termijn – ook wel aangeduid als dat van de “toekomstige aandeelhouders” – omvat. Daarenboven benaderen zij deze materie vanuit de continuïteit van de onderneming, wat in de praktijk veelal aandacht voor en bevordering

²⁴⁰ D., VAN GERVEN, “Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014”, *TRV* 2014, 578.

²⁴¹ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 287, nr. 14.

²⁴² Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34. (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016)

²⁴³ L., CORNELIS, “De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband” in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 123; NELISSEN-GRADE, J.M., “De la validité de l’exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales”, *RCJB* 1991, 233.

²⁴⁴ L., CORNELIS, “De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband” in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 124; K., GEENS, “De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies”, *TPR* 1989, 46.

van de verschillende categoriële belangen vereist die aan de vennootschap gelinkt zijn.²⁴⁵ Binnen deze visie is er derhalve zeker wel ruimte voor de stakeholdersbelangen.²⁴⁶

Anderzijds impliceert dit dat deze diverse *stakeholders* evenzeer baat hebben bij de rentabiliteit en winstgevendheid van de vennootschap, zowel in hun eigen belang als in dat van de aandeelhouders.²⁴⁷ Dat is immers zowel een stimulans als een waarborg voor de succesvolle ontplooiing en het gezonde voortbestaan van de vennootschap, hetgeen alle belanghebbende partijen uiteindelijk ten goede komt.

Daar waar rekening houden met de andere categoriële belangen bijdraagt tot het contenteren van de aandeelhouders, zij het vooral op de lange termijn, en waar tegelijk het belang van deze laatsten bij de winstgevendheid van de vennootschap²⁴⁸ niet tegen de belangen van de andere *stakeholders* ingaat, maar deze belangen integendeel zelfs kan ondersteunen, lijken beide benaderingen elkaar zelfs aan te vullen.²⁴⁹

2.3.2. Eng blijkt dus niet altijd eng: de theorie

68. Onder de vorige titel werd er reeds op gewezen dat de ruime en de modern enge opvatting omtrent het vennootschapsbelang niet met elkaar (hoeven te) conflicteren.

De overeenkomst tussen beide gaat echter verder dan louter hun zgn. aanvullende karakter. Toegepast in de praktijk op een willekeurige casus leiden zij, mijns inziens, netto immers tot hetzelfde resultaat, ondanks de uitwendige, woordelijke verschillen in de omschrijvingen van het vennootschapsbelang die beide opvattingen voorstaan.

Onder de volgende randnummers wordt deze stelling, die betrekking heeft op de ruime en de modern enge opvatting omtrent het vennootschapsbelang, theoretisch toegelicht.

Onder titel 2.3.3. zal zij expliciet geïllustreerd worden aan de hand van twee concrete casussen waarop de verschillende definities van het vennootschapsbelang, alle drie toegepast zullen worden.

²⁴⁵ J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 48; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 857.

²⁴⁶ A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 354.

²⁴⁷ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 857.

²⁴⁸ Hier begrepen als de verrijking die elk van de aandeelhouders individueel beoogt door middel van de vennootschap en middels de collectieve verrijking, gerealiseerd via haar maatschappelijk doel. Concreet bestaat dergelijke verrijking doorgaans uit de verhoogde waarde van hun aandeel en de regelmatige uitkering van een dividend; J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 60; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 348.

²⁴⁹ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 857.

2.3.2.1. De ruime opvatting

69. Bij de concrete invulling van het vennootschapsbelang in een willekeurige casus komen in de ruime opvatting in een eerste fase van de redenering de aandeelhouders en hun belangen aan bod. Hierin wijkt de ruime niet af van de modern enge opvatting.²⁵⁰

70. In een tweede fase in de redenering komen, naast de aandeelhouders ook de derde partijen en hun belangen aan bod. Over de vraag wie er tot deze categorie behoort is er al veel inkt gevloeid. Zoals reeds vermeld komt aan de notie “derde partijen” een variabele inhoud toe, die veelal van de concrete omstandigheden afhangt en die alle belangen omvat die convergeren in de vennootschap volgens haar specifieke karakteristieken.²⁵¹

Niettemin kan in een gegeven casus redelijkerwijs wel een opsomming gegeven worden van een aantal betrokken, belanghebbende partijen.

- Een eerste interessant voorbeeld is de zaak waarin de voorzitter van de raad van bestuur van de vennootschap die eigenaar is van de *Chicago Cubs*²⁵², weigerde om een lichtinstallatie te laten plaatsen met het oog op het organiseren van wedstrijden in de avond. Hoewel dit wellicht de opkomst van de fans en, evenredig daarmee, de opbrengsten voor de club had kunnen verhogen, oordeelde hij dat baseball een sport voor overdag is en dat de lichten de rust van de nabije omgeving te zeer zouden verstoren.²⁵³

Naast de aandeelhouders kunnen hier derhalve o.m. de buurtbewoners en de toeschouwers als *stakeholders* aangemerkt worden.

- Ook in de zaak omtrent de bank Fortis, waarop onder titel 2.2.2. werd ingegaan, stonden er verschillende belangen op het spel, zoals o.m. die van de spaarders en van de deposanten en die van de Belgische Overheid.²⁵⁴
- Ten derde, en eveneens kort aangehaald onder titel 2.2.2., werd er in een zaak met betrekking tot een lening van een dochtervennootschap aan haar moeder, ingegaan op de eisen van de werknemers die vreesden voor een marginalisering van de betrokken vennootschap binnen de groep.²⁵⁵ De dochteronderneming verstrekke die lening ondanks haar penibele financiële situatie en werd er bij wijze

²⁵⁰ Ondanks het feit dat in de ruime opvatting omtrent het vennootschapsbelang benadrukt wordt dat de belangen van alle *stakeholders* in deze notie verdisconteerd moeten worden, of minstens in rekening genomen dienen te worden bij de concrete invulling daarvan, wordt in de meerderheid van de relevante literatuur *de facto* immers wel steeds vertrokken van de aandeelhouders en hun belangen.

²⁵¹ T., TILQUIN en V., SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 1996, 817.

²⁵² Illinois Appellate Court, Shlensky v. Wrigley, 237 N.E.2d 776 (VS). (1968)

²⁵³ L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 29-30.

²⁵⁴ Y., DE CORDT, “Les enjeux de l’affaire « Fortis »”, *RPS* 2009, 351-352; J.M., GOLLIER, “Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l’entreprise” in Y., DE CORDT (ed.), *Le statut du dirigeant d’entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 315-316; F., MAGNUS, “Appréciation des contours de l’intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d’« intérêt de groupe » et d’« avantages anormaux ou bénévoles », *RPS* 2011, 332.

²⁵⁵ Kh. Luik 26 november 2013, *TRV* 2014, 319-327.

van "schuldvergelijking" voor gecompenseerd met een dividenduitkering aan de aandeelhouders. De kortgedingrechter van de rechtbank van koophandel te Luik gaf in deze zaak voorrang aan de belangen van de werknemers, die naast de aandeelhouders de voornaamste belanghebbende partij vormden.²⁵⁶

In ieder voorbeeld wordt derhalve de uiteenlopende aard van de "derde partijen" of *stakeholders* gedemonstreerd, hetgeen de stelling bevestigt dat deze notie intrinsiek variabel van aard is.

2.3.2.2. *De modern enge opvatting*

71. Zoals hoger reeds vermeld, wordt ook in de modern enge opvatting in een eerste fase vertrokken van de aandeelhouders en hun belangen.

72. Volgens deze visie moet er in de tweede fase bij de invulling van het vennootschapsbelang rekening gehouden worden met de toekomstige aandeelhouders.²⁵⁷ Het is nu de vraag hoe deze notie "toekomstige aandeelhouders" wordt ingevuld en welke betekenis eraan wordt gegeven.

De meerderheid van de voorstanders van de modern enge opvatting verduidelijken dat de notie "toekomstige aandeelhouders" betrekking heeft op het gezonde bestaan en de continuïteit van de door de vennootschap gevoerde onderneming.²⁵⁸

Deze continuïteit kan niet louter bepaald worden aan de hand van factoren die intern zijn aan de vennootschap; een vennootschap functioneert niet in het luchtledige maar wel in een concrete omgeving.²⁵⁹ Dus zowel interne als externe factoren beïnvloeden de onderneming en haar continuïteit. Zo kan de financiële toestand van een vennootschap, bv., niet uitsluitend bepaald worden aan de hand van de inbreng van de aandeelhouders maar zal kapitaal van buitenaf hier eveneens een belangrijke rol spelen.

Dit betekent dat de continuïteit steeds wordt gedetermineerd én door interne factoren én door externe krachten uit de omgeving waarin de vennootschap en haar onderneming concreet functioneren en waarin "derde partijen" steeds een aandeel hebben.

²⁵⁶ Kh. Luik 26 november 2013, *TRV* 2014, 319-327; N., COOREMAN, "Opschorting van een besluit van de algemene vergadering en contractuele compensatie: overdadig eigenbelang duurt nooit lang", *TRV* 2014, 327-338.

²⁵⁷ L., CORNELIS, "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 124; J.M., NELISSEN-GRADE, "De la validité de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales", *RCJB* 1991, 233; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H. CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 350-352.

²⁵⁸ L., CORNELIS, "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 125; J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 59-60; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H. CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 352.

²⁵⁹ L., CORNELIS, "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 127; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H. CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 348-349.

73. Op die manier komen we onvermijdelijk opnieuw terecht bij de vraag naar de identiteit van deze partijen en stranden we op eenzelfde punt in de gedachtegang als bij de ruime opvatting. De vaststelling dat de notie “derde partijen” variabel is van inhoud, veelal afhangt van de concrete omstandigheden en alle belangen omvat die in de vennootschap convergeren volgens haar individuele karakteristieken²⁶⁰, geldt hier nl. ook en in dezelfde mate als in het kader van de ruime opvatting.

74. Ook hier geldt dat er redelijkerwijs wel een opsomming gegeven kan worden van een aantal betrokken “derde partijen” in een gegeven casus.

Het is echter de vraag of de voorbeelden die aangehaald werden in het kader van de ruime opvatting hier *tel quel* herhaald kunnen worden, m.a.w., zijn de derde partijen die we op dit niveau in de redenering aantreffen dezelfde voor beide opvattingen?

De *stakeholders* waarmee het vennootschapsbestuur volgens de ruime opvatting rekening dient te houden, zijn de partijen die direct of indirect van invloed zijn op het bestaan, de werking en de ontwikkeling van de vennootschap of die hier een invloed van ondergaan.²⁶¹ De partijen die volgens de modern enge opvatting in beschouwing genomen horen te worden, nl. diegene die bijdragen tot de continuïteit van de onderneming, vallen hier duidelijk onder; zij vormen als het ware een deelverzameling van de partijen die volgens de ruime opvatting in aanmerking genomen moeten worden.

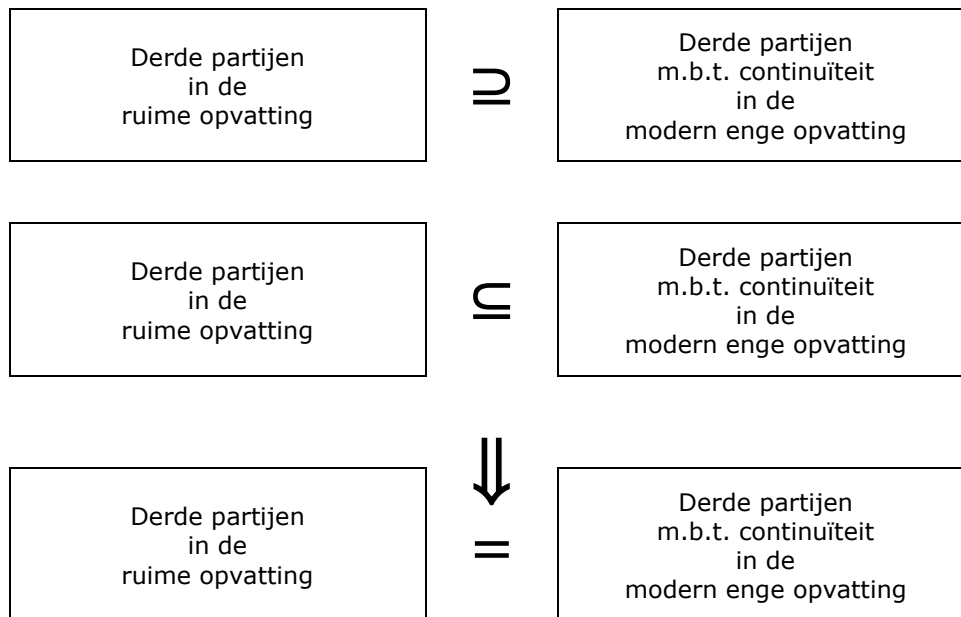
Anderzijds heeft een partij die volgens de ruime opvatting een *stakeholder* is, en dus van invloed is op de vennootschap, op haar werking en op haar bestaan en hier zelf ook de invloed van ondergaat, *a fortiori* evenzeer het vermogen om de continuïteit en het welzijn van de onderneming te raken. Het is veelal in zulke gevallen dat er zich in de praktijk geschillen voordoen.

Bijgevolg dienen ook deze partijen en hun belangen in aanmerking genomen te worden volgens de modern enge opvatting, wat van de *stakeholders* volgens de ruime opvatting net zo goed een deelverzameling van de *stakeholders* onder de modern enge opvatting maakt.

Deze vaststelling leidt tot de conclusie dat de concrete “derde partijen” of *stakeholders* onder beide opvattingen in wezen dezelfde “verzameling” vormen. Bijgevolg zal, conform de oorspronkelijke stelling, het nettoresultaat van de toepassing van beide definities op een casus in de praktijk inderdaad hetzelfde zijn.

²⁶⁰ T., TILQUIN en V., SIMONART, *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 1996, 817.

²⁶¹ J.M., GOLLIER, “Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l’entreprise” in Y., DE CORDT (ed.), *Le statut du dirigeant d’entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 296.



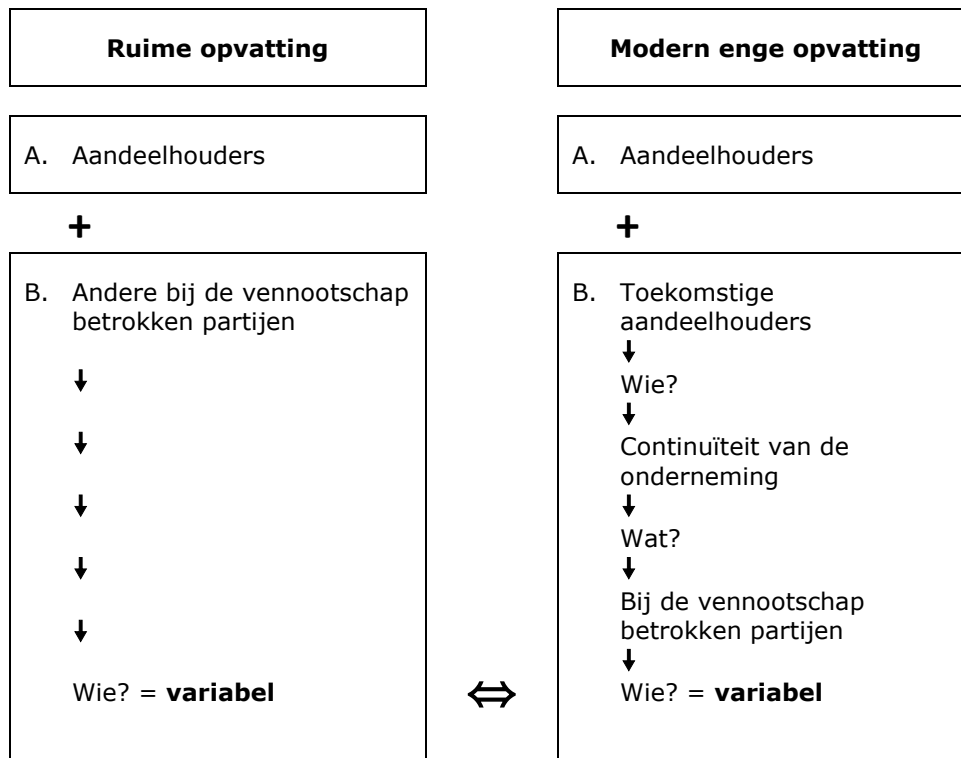
Schema bij randnummer 74.

75. Op dit punt in de redenering duiken in de context van de modern enge opvatting inderdaad dezelfde derde partijen als *stakeholders* op als in de context van de ruime opvatting. Dit kan geïllustreerd worden met dezelfde voorbeelden als degene die reeds aangehaald werden in dat kader:

- In het voorbeeld van de Shlensky v. Wrigley-zaak, *i.e.* de *Chicago Cubs*²⁶², zijn de toeschouwers, via hun grote invloed op de inkomsten, duidelijk van invloed op de continuïteit van de onderneming. Daarnaast hebben ook de buurtbewoners, naast het feit dat zij potentiële toeschouwers zijn, hier een zekere impact op. Zij kunnen in geval van ontevredenheid, bv. in verband met een lichtinstallatie, immers flink wat roet in het eten gooien. Zij kunnen in dergelijke omstandigheden inderdaad zowel op juridisch als op extrajuridisch vlak actie ondernemen.
- Over de invloed van de spaarders en de deposanten op de continuïteit van de onderneming in het voorbeeld omtrent de bank Fortis bestaat er geen twijfel, net als over de invloed van de Belgische Overheid in deze zaak.
- In het derde voorbeeld m.b.t. de uitspraak van de kortgedingrechter van de rechtbank van Koophandel te Luik hadden de werknemers, via hun verschillende stakingen, een onmiskenbare invloed op de continuïteit van de onderneming.²⁶³

²⁶² Illinois Appellate Court, Shlensky v. Wrigley, 237 N.E.2d 778 (VS). (1968).

²⁶³ Kh. Luik 26 november 2013, TRV 2014, 319-320.



Schema bij randnummers 71-76.

2.3.2.3. Bijkomende opmerkingen

76. Bij deze theoretische uiteenzetting dienen evenwel nog twee kanttekeningen gemaakt te worden.

Ten eerste is uit het voorgaande betoog niet af te leiden dat de modern enge en de ruime opvatting *volledig aan elkaar gelijk* zouden zijn. Immers, hoewel het nettoresultaat van de toepassing van deze twee standpunten op een willekeurige casus hetzelfde is, zijn ze woordelijk-inhoudelijk niet hetzelfde. De verschillende voorstelling heeft bovendien tot gevolg dat zij maatschappelijk en filosofisch een verschillende uitstraling hebben en bijgevolg veelal aanleiding zullen geven tot een verschillende interpretatie afhankelijk van de belangen en de visie van de betrokkenen. Dit wordt treffend aangetoond door de overvloed aan literatuur met betrekking tot deze materie.

Verder is het ook zo dat, zoals eerder opgemerkt, de modern enge opvatting een betere en meer gestructureerde begeleiding biedt voor diegenen die het vennootschapsbelang invullen, nl. de vennootschapsorganen en eventueel de rechter.²⁶⁴ Dit is het logische gevolg van de vaststelling dat, waar de ruime opvatting hun minder houvast biedt bij de beoordeling van de belangen die concreet in aanmerking genomen moeten worden, de

²⁶⁴ A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN, en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 355-356.

modern enge opvatting hen hierbij via de notie van de “toekomstige aandeelhouders” van een extra aanknopingspunt voorziet.

2.3.3. Eng blijkt dus niet altijd eng: de casus

77. Onder titel 2.3.2. werd betoogd en onderbouwd dat de modern enge en de ruime opvatting omtrent het vennootschapsbelang bij de toepassing op eenzelfde willekeurige casus zullen leiden tot dezelfde netto-uitkomst.

78. In dit deel zullen de drie verschillende benaderingen van het vennootschapsbelang toegepast worden op twee concrete casussen, nl. de zaak Dodge v. Ford Motor Co. en de zaak Shlensky v. Wrigley, *i.e.* de *Chicago Cubs case*. Deze oefening zal bovendien bovenstaande theoretische stelling verder illustreren.

In het kader van deze oefening werd er gekozen voor twee relevante zaken. De feiten die aan deze rechtszaken ten grondslag liggen zijn ook vrij rechtlijnig en inzichtelijk en lenen zich zodoende tot een heldere toepassing van de drie voornoemde definities.

In beide series feiten viel er een beslissing in het voordeel van bepaalde *stakeholders* die door (een deel van) de aandeelhouders betwist werd. Daarbij werd in de ene zaak uiteindelijk geoordeeld in het voordeel van de aandeelhouders en in de andere in het voordeel van de betrokken *stakeholders*. Dat maakt deze feitenselectie des te interessanter. Het maakt het eveneens boeiender om de drie definities op beide feitenreeksen toe te passen. Tot slot maakt ook de relatieve bekendheid van deze zaken en van de betrokken feiten dit tot een aantrekkelijke casestudy.

79. De gestileerde feiten die als basis dienen voor deze oefening werden overigens niet geselecteerd met het oog op het staven van de voornoemde stelling, maar zijn gewoon de feiten die te distilleren zijn uit de betrokken rechterlijke uitspraken en de verschillende commentaren daarop.

Bij deze oefening zullen voor elke casus kort de feiten aangegeven worden waarop de drie verschillende definities toegepast worden. Enkel deze gegevens zullen dus gebruikt worden, en niet het rechterlijke oordeel dat in deze zaken werd geveld.

*2.3.3.1. Dodge v. Ford Motor Co.*²⁶⁵

80. In 1903 werd de Ford Motor Company opgericht door een aantal investeerders, waaronder Henry Ford en de Dodge broers. Henry Ford bezat 58% van de aandelen en stond destijds ook aan het hoofd van het bestuur van de vennootschap. De *Dodge brothers* bezaten een aandelenparticipatie van 10% en zetelden niet in de raad van bestuur, noch waren zij tewerk gesteld bij de Ford Motor Company. Gewoonlijk werd er ieder jaar 1 à 2 miljoen dollar aan dividend uitgekeerd en in een latere periode

²⁶⁵ Supreme Court of Michigan, Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (VS). (1919).

daarbovenop ook tussentijdse dividenden met een waarde van gemiddeld 10 miljoen dollar per jaar. In 1916 echter, verklaarde Ford dat er geen tussentijdse dividenden uitgekeerd zouden worden en dat de corresponderende winsten geherinvesteerd zouden worden in de vennootschap, vnl. in de vorm van hoger loon voor de werknemers, het uitbreiden van de productiecapaciteit en het drukken van de prijzen van de vervaardigde auto's.²⁶⁶

- De klassiek enge opvatting

81. Volgens de klassiek enge opvatting²⁶⁷ gaat de beslissing van Ford om de winsten niet uit te keren in de vorm van een (riant) tussentijds dividend aan de aandeelhouders maar wel te herinvesteren in de vennootschap, onmiskenbaar in tegen het collectieve winstbelang van de huidige²⁶⁸ aandeelhouders. De waarde van deze tussentijdse dividenden is immers ongeveer een tienvoud van het gewone, jaarlijkse dividend en bijgevolg verliezen de aandeelhouders hier een hap van ruwweg 90% van hun jaarlijkse opbrengsten uit de vennootschap.

82. Volgens de klassiek enge opvatting gaat deze beslissing derhalve in tegen het vennootschapsbelang, wat aanleiding kan geven tot verschillende soorten sancties.

De voornaamste zijn wellicht de nietigheid van het besluit dat het vennootschapsbelang miskent en de bestuurdersaansprakelijkheid. In dat laatste geval zal het dikwijls gaan om een aansprakelijkheid vanwege gewone bestuursfouten, onder het regime van artikel 262 en 527 W. Venn. Wordt de vennootschapswetgeving overtreden of worden de statuten geschonden, dan zal echter het zwaardere aansprakelijkheidsregime van artikel 263 en 528 W. Venn. gelden.²⁶⁹

- De modern enge opvatting

83. Onder de vorige titel volgde de conclusie dat de beslissing van Ford inging tegen het collectieve winstbelang van de huidige aandeelhouders. Volgens de modern enge opvatting²⁷⁰ die hier besproken wordt, moet evenwel niet enkel rekening gehouden worden met de huidige aandeelhouders, maar ook met de toekomstige²⁷¹ aandeelhouders en hun belangen. Zoals uiteengezet onder randnr. 57, heeft men met deze formulering

²⁶⁶ A.K., SUNDARAM en A.C., INKPEN, "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 351; L., STOUT, "Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford", *Virginia Law & Business Review* 2008, 164-165; M.T., HENDERSON, "Everything Old Is New Again: Lessons From Dodge v. Ford Motor Company" in J., RAMSEYER, *Corporate Law Stories*, New York, Foundation press, 2009, 38.

²⁶⁷ Zie randnrs. 53-56.

²⁶⁸ "huidig" in 1916.

²⁶⁹ J.M., NELISSEN-GRADE, "De la validité de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales", *RCJB* 1991, 231; A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 750; E., DIRIX, R., STEENNOT en H., VANHEES, *Handels- en economisch recht in hoofdlijnen*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 106-108.

²⁷⁰ Zie randnrs. 57-60.

²⁷¹ "toekomstige" in 1916.

veelal de continuïteit van de vennootschap en de door haar gevoerde onderneming op het oog.

84. Wat de belangen van de toekomstige aandeelhouders in deze concrete zaak betreft, moeten eerst de partijen geïdentificeerd worden die een invloed hebben op de continuïteit van de onderneming, zoals de klanten, het publiek en de werknemers.

Primo zal de aankoopprijs van een Ford-auto, ingevolge een schaalvergroting van de productie, gevoelig dalen waardoor dergelijke auto betaalbaar wordt voor een groter publiek. Hoewel de auto's verkocht worden aan een lagere prijs, zullen er meer van verkocht kunnen worden en in combinatie met de uitbreiding van de productie, die de fabricageprijs van een auto verlaagt, zal de opbrengst voor de vennootschap gewaarborgd worden of zelfs stijgen. Daarnaast zullen zeker ook de bruto-inkomsten en de speelruimte op de markt van de vennootschap toenemen, hetgeen haar continuïteit allemaal ten goede komt.

Naast het doelpubliek zijn ook de werknemers van essentieel belang voor de continuïteit van de onderneming. Zij zijn immers onontbeerlijk in het kader van de realisatie van de geplande bedrijfsuitbreiding die zelf dan weer concordeert met de continuïteit.

Verder zal ook de verhoging van de lonen voor de werknemers, gekoppeld aan deze verhoogde productie, een positieve invloed op de continuïteit van de onderneming tot gevolg hebben. Zo zullen de werknemers mogelijk meer ijver en trouw aan de werkgever aan de dag leggen.²⁷² Verder zal de vennootschap middels een hogere verloning ook andere, beter geschoolde en ervaren werknemers kunnen aantrekken²⁷³, met een positief gevolg voor de kwaliteit en de verkoop van de auto's, eventueel zelfs voor de reputatie van de vennootschap en dus ook, ultiem, voor haar continuïteit.

Gelet op het voorgaande wordt er met de beslissing in kwestie tegemoet gekomen aan de belangen van de partijen die van invloed zijn op de continuïteit van de onderneming en wordt deze continuïteit zelf derhalve gewaarborgd en zelfs bevorderd.

85. Naast deze continuïteit moet volgens de modern enge opvatting echter ook het collectieve winstbelang van de aandeelhouders in rekening genomen worden bij de invulling van het vennootschapsbelang. Deze maatregel, nl. het inhouden van tussentijds dividend waarbij de betrokken winsten in de vennootschap geherinvesteerd worden, gaat evenwel niet in tegen het collectieve winstbelang van de aandeelhouders. Integendeel, door de verhoging van de productie en de winstgevendheid stijgen ook de opbrengsten voor de vennootschap en zodoende ook de inkomsten uit de vennootschap voor de

²⁷² L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 41 en 80-81.

²⁷³ M.T., HENDERSON, "Everything Old Is New Again: Lessons From *Dodge v. Ford Motor Company*" in J., RAMSEYER, *Corporate Law Stories*, New York, Foundation press, 2009, 53.

aandeelhouders, weliswaar niet onmiddellijk maar wel in de loop van de volgende jaren. Bijgevolg kan men besluiten dat de beslissing van Ford in overeenstemming is met het vennootschapsbelang naar de modern enge opvatting.

- De ruime opvatting

86. Zoals reeds duidelijk werd onder de bespreking van deze zaak volgens de klassiek enge opvatting, gaat het niet uitkeren van de tussentijdse dividenden duidelijk in tegen de belangen van de (huidige) aandeelhouders.

87. Volgens de ruime opvatting²⁷⁴ van het vennootschapsbelang moet er echter ook rekening gehouden worden met de belangen van andere *stakeholders* bij de vennootschap, naargelang van de concrete situatie.²⁷⁵ In deze casus vallen vnl. de werknemers en het publiek onder deze categorie. Daar het de bedoeling is om het loon van de werknemers te verhogen, de productiecapaciteit te vergroten en de prijs van de auto's te drukken kan zonder veel omwegen gesteld worden dat het voorgaande tot gevolg heeft dat de betrokken beslissing niet ingaat tegen het vennootschapsbelang, opgevat in de ruime zin. Dergelijke maatregel zal immers de productiviteit en winstgevendheid ten goede komen en derhalve in wezen ook positief blijken voor de aandeelhouders van Ford Motor Company, zij het op langere termijn.

2.3.3.2. *Shlensky v. Wrigley*²⁷⁶

88. Zoals reeds kort besproken onder randnr. 70, weigerde de raad van bestuur van de vennootschap die eigenaar is van de *Chicago Cubs* in deze zaak de plaatsing van een lichtinstallatie. Hoewel dit de opkomst van de fans en, evenredig daarmee, de opbrengsten voor de club potentieel had kunnen verhogen, oordeelden zij dat deze lichten en de daarmee gepaard gaande avondlijke wedstrijden de rust en de levenskwaliteit bij de buurtbewoners te zeer zou verstoren.²⁷⁷

- De klassiek enge opvatting

89. Zoals geopperd in de betrokken zaak²⁷⁸, gaan we er hier van uit dat de montage van de lichtinstallatie tot extra toeschouwers en derhalve tot extra inkomsten zou leiden. Deze bijkomende inkomsten zouden zorgen voor een grotere financiële welvaart voor de vennootschap en bijgevolg ook voor haar huidige aandeelhouders.

²⁷⁴ Zie randnrs. 61-63.

²⁷⁵ J., PATTYN, *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 48; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 857.

²⁷⁶ Illinois Appellate Court, *Shlensky v. Wrigley*, 237 N.E.2d 776 (VS). (1968).

²⁷⁷ L., STOUT, "Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford", *Virginia Law & Business Review* 2008, 171; L., STOUT, *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Francisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, 29-30.

²⁷⁸ Dit is het standpunt dat in deze zaak door de minderheidsaandeelhouders werd voorgestaan; STOUT, L., "Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford", *Virginia Law & Business Review* 2008, 171.

90. Onder deze klassiek enge opvatting²⁷⁹ is de plaatsing van de lichtinstallatie derhalve in overeenstemming met het vennootschapsbelang maar het betrokken besluit van het vennootschapsbestuur dus niet. Zulke miskennis van het vennootschapsbelang kan aanleiding geven tot uiteenlopende sancties, waarvoor wordt verwezen naar de uiteenzetting onder randnr. 82.

- De modern enge opvatting

91. Zoals ook onder de klassiek enge opvatting voorop werd gesteld, kan in deze casus aangenomen worden dat het *a priori* in het belang van de huidige aandeelhouders is om de lichtinstallatie te plaatsen. Volgens de modern enge opvatting²⁸⁰ moet er echter eveneens rekening gehouden worden met de belangen van de toekomstige aandeelhouders. Hieronder wordt veelal, zoals uitgebreid besproken onder randnr. 72, de continuïteit van de onderneming begrepen.

De bijkomende opbrengsten die de avondlijke wedstrijden, middels de plaatsing van de lichtinstallatie, geacht worden met zich mee te brengen zouden natuurlijk positief aan deze continuïteit kunnen bijdragen.

92. Indien de *stakeholders* echter last ondervinden van het licht, geluid of andere hinder veroorzaakt door de avondwedstrijden, zoals de raad van bestuur in deze zaak suggereert, en zij hier bovendien juridische of extrajuridische stappen tegen ondernemen, bestaat het risico dat de organisatie van deze avondwedstrijden (tijdelijk) wordt verhinderd.²⁸¹ In dat geval zou deze aanzienlijke investering haar meerwaarde minstens tijdelijk kunnen verliezen, met negatieve effecten voor de financiële situatie van de onderneming en daardoor ook voor haar continuïteit tot gevolg.

Daarenboven kan de plaatsing van zulke lichtinstallatie mettertijd leiden tot een vermindering in waarde van de percelen die in de buurt van het stadion gelegen zijn en bijgevolg tot een vermindering van de waarde van het stadion zelf. Dat zou vanzelfsprekend negatief zijn voor zowel de huidige als de toekomstige aandeelhouders van de *Chicago Cubs*. Voor laatstgenoemden is er daarenboven nog een extra kwalijk effect op te merken: wie zal er immers nog wedstrijden willen bijwonen in een stadion in een verloederde buurt?²⁸²

In het kader van de continuïteit zijn de buurtbewoners als belanghebbende partij dus zeker in rekening te nemen bij het overwegen van deze concrete beslissing. Daarnaast kan de plaatsing van de lichtinstallatie, hoewel zij op korte termijn voordelig kan zijn

²⁷⁹ Zie randnrs. 53-56.

²⁸⁰ Zie randnrs. 57-60.

²⁸¹ Voor voorbeelden van analoge situaties waarin er (met succes) juridische stappen ondernomen zijn door omwonenden zie bv. RvS (10e k.) 7 december 2015, nr. 233/147; Rb. Antwerpen 25 juni 1981, Pas. 1982, 66; Vred. Brugge 29 september 1997, *T. App.* 1998, 32.

²⁸² Illinois Appellate Court, *Shlensky v. Wrigley*, 237 N.E.2d 776 (VS). (1968)

voor de huidige aandeelhouders, op langere termijn nadelige gevolgen teweeg brengen voor zowel de huidige als de toekomstige aandeelhouders. Bijgevolg is deze beslissing in overeenstemming met het vennootschapsbelang onder de modern enge opvatting.

- De ruime opvatting

93. Hoewel, zoals onder de klassiek enge opvatting reeds verklaard werd, een plaatsing van een lichtinstallatie *a priori* in het voordeel van de aandeelhouders zou zijn, zijn er onder de ruime opvatting²⁸³ meer partijen in aanmerking te nemen bij het invullen van het vennootschapsbelang. In deze zaak kunnen naast de aandeelhouders vnl. de huidige en potentiële toeschouwers en de buurtbewoners als belanghebbende partijen aangemerkt worden.

94. De montage van dergelijke lichtinstallatie kan, zoals eerder opgemerkt, een grote impact hebben op de buurtbewoners en hun levenskwaliteit. Bovendien kunnen dergelijke omstandigheden naderhand zelfs leiden tot een vermindering in waarde van hun percelen.

De vaststelling, onder de klassiek enge opvatting, dat de plaatsing van zulke installatie *a priori* voordelig kan zijn voor de huidige aandeelhouders moet dus onmiddellijk gerelativeerd worden. Door dergelijke investering en haar impact op de levenskwaliteit van de buurtbewoners kan immers afbreuk gedaan worden aan de waarde van het stadion zelf. Bovendien kan zij ook een invloed hebben op de stroom van toeschouwers, die wel eens zou kunnen opdrogen indien het stadion zich op termijn in een verloederde buurt bevindt.

95. Op basis van de belangen van de buurtbewoners en de potentieel nadelige gevolgen voor de aandeelhouders op lange termijn is deze beslissing om de bewuste installatie niet te plaatsen derhalve in overeenstemming met het vennootschapsbelang in de ruime zin.

2.3.3.3. Besluit

96. Als resultaat van deze oefening blijkt zowel in de casus op basis van de Dodge v. Ford Motor Co.-zaak als in die op basis van de Shlensky v. Wrigley-zaak dat de modern enge en de ruime opvatting daadwerkelijk aanleiding geven tot hetzelfde nettoresultaat. Daarnaast zijn de partijen die onder beide opvattingen ter invulling van het vennootschapsbelang concreet in aanmerking genomen worden dezelfde. Dit verklaart waarom de klassiek enge opvatting, toegepast op beide sets van feiten, leidde tot andere bevindingen. Vanuit deze benadering wogen er uiteindelijk immers andere partijen met andere belangen door op de besluitvorming.

²⁸³ Zie randnrs. 61-63.

97. Het patroon dat zich bij de concrete toepassing van de drie opvattingen omtrent het vennootschapsbelang aftekent, ligt in de lijn van de onder titel 2.3.2. uiteengezette theorie. Deze bevinding verrast derhalve niet maar vormt een mooie illustratie van de initiële stelling.

Deze oefening brengt ons evenwel bij de vaststelling dat, hoewel de modern enge en de ruime benadering aanleiding geven tot hetzelfde resultaat in de praktijk, het proces bij beide benaderingen weliswaar anders verliep. Bij de modern enge opvatting bevatte de gedachtegang die tot de uiteindelijke conclusie leidde inderdaad meer verschillende stappen en nuances.

2.4. Het vennootschapsbelang en *shareholder primacy*

98. Uit het voorgaande kan besloten worden dat we ook in België te maken hebben met een *shareholders-stakeholders* debat.²⁸⁴

De omschrijvingen van de klassiek enge en de ruime opvatting omtrent het vennootschapsbelang vertonen inderdaad een sterke gelijkenis met de uiteenzettingen van resp. de *shareholder primacy*-theorie en de stakeholdertheorie.²⁸⁵

Immers, enerzijds valt het vennootschapsbelang volgens de klassiek enge opvatting samen met het collectieve winstbelang van de aandeelhouders en stelt de *shareholder primacy* theorie dat de primaire taak van het bestuur van de vennootschap bestaat uit het maximaliseren van de opbrengst voor de aandeelhouders.²⁸⁶

In overeenstemming met de ruime opvatting omtrent het vennootschapsbelang, anderzijds, moeten ook de belangen van andere *stakeholders* dan louter de aandeelhouders opgenomen worden in het vennootschapsbelang, of moet met deze belangen ten minste ook rekening gehouden worden bij de invulling ervan. Deze stelling sluit naadloos aan bij de stakeholdertheorie volgens dewelke de aandeelhouders slechts één groep van belanghebbenden bij de vennootschap uitmaken en het vennootschapsbestuur de belangen van alle partijen met een betrokkenheid bij het bestaan, de werking of de ontwikkeling van de vennootschap in rekening moet nemen.²⁸⁷

²⁸⁴ F., VINCKE, "The Corporate Governance Debate in Belgium" in X., DIEUX (ed.), *Legal Tracks, Essays on contemporary corporate and finance law*, Brussel, Bruylant, 2003, 14.

²⁸⁵ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'" *TBH* 2014, 856.

²⁸⁶ K., GEENS, "Het toegestaan kapitaal als afweermecanisme tegen overvallen: het wettig belang van de "bieder" (Cerus) en het vennootschapsbelang van de "doelwitvennootschap" (GMB)", *TRV* 1988, 138; A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 446-447; L., STOUT, "The toxic side effects of shareholder primacy", *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 2004.

²⁸⁷ A., KEAY, "Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model", *Modern Law Review* 2008, 673-675; J.M., GOLLIER, "Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise" in Y., DE CORDT (ed.), *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 296; F., MAGNUS, "Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d' « intérêt de groupe » et d' « avantages anormaux ou bénévoles », *RPS* 2011, 327.

99. Een eerste belangrijke nuance in dit kader betreft de aard en de origine van deze theorieën. Waar de theorieën omtrent het vennootschapsbelang ontstaan en uitgewerkt zijn in de jurisprudentie en later ook in de rechtsleer, vinden de *shareholder primacy*- en de stakeholdertheorie hun oorsprong louter in de doctrine. De *shareholder primacy*-theorie heeft, meer specifiek, zijn basis in de *Law & Economics*-beweging.

100. Een tweede belangrijke nuancering heeft betrekking op een verschil in de terminologie en benadering die gehanteerd wordt in de beschrijving van deze theorieën en opvattingen. Het meest markante verschil schuilt in het feit dat de *shareholder primacy*- en stakeholdertheorie betrekking hebben op het doel van de vennootschap, terwijl de opvattingen omtrent het vennootschapsbelang uiteraard, letterlijk, doelen op het belang van de vennootschap.

Om te beginnen, trachten zowel beide theorieën als beide opvattingen een antwoord aan te reiken op dezelfde vraag, nl. of het sociaal aanvaardbaar, economisch opportuun en juridisch gerechtvaardigd is dat een vennootschap, in het bijzonder een beursgenoteerde kapitaalvennootschap, bestuurd wordt met het oog louter op de toename van de *shareholder value* of de meerwaarde voor de aandeelhouders. Deze vraag hangt noodzakelijkerwijze samen met de vraag naar de mate waarin het vennootschapsbestuur, correlatief, rekening moet houden met de andere belangen die de vennootschap raken en, omgekeerd, evenzeer door de vennootschap geraakt worden.²⁸⁸

101. De *shareholder primacy*- en stakeholdertheorie kunnen dus concreet naar het Belgische rechtstelsel getransponeerd worden, waar zij overeenkomen met de klassiek enge, resp. de ruime opvatting omtrent het vennootschapsbelang en *vice versa*.

Doordat de twee aangehaalde verschillen in de theorieën omtrent het doel van de vennootschap en opvattingen m.b.t. het vennootschapsbelang zo sterk verbonden zijn met de specificiteit van de resp. rechtstelsels, kunnen zij inderdaad, *mutatis mutandis*, van gelijke toepassing worden verklaard.

102. In deze materie is in België voor het eerst expliciet een formeel standpunt ingenomen door het Hof van Cassatie, in een arrest dat onder de volgende titel besproken wordt. In dit arrest spreekt het Hof zich uit ten gunste van een modern enge opvatting van het vennootschapsbelang. Deze opvatting vindt geen evenknie in de *shareholder primacy*- of stakeholdertheorie maar wel in het meer genuanceerde, Britse model van de *enlightenend shareholders*, waarop in het rechtsvergelijkende hoofdstuk van deze thesis dieper ingegaan wordt.

²⁸⁸ X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 156-157.

2.5. Het arrest van het Hof van Cassatie van 28 november 2013

103. Zoals reeds eerder vermeld heeft het Hof van Cassatie zich relatief recent voor de eerste maal uitgesproken over de inhoud van het begrip vennootschapsbelang²⁸⁹. In een uitspraak omtrent de verantwoording van een overdrachtsbeperking van aandelen op grond van het vennootschapsbelang stelde het hof dat “het belang van een vennootschap wordt bepaald door het collectief winstbelang van haar huidige en toekomstige aandeelhouders”.²⁹⁰

104. In dit onderdeel volgt een analyse van het voornoemde arrest van het Hof van Cassatie en in het bijzonder van de omschrijving van het vennootschapsbelang die daarin wordt gegeven. Meer bepaald wordt er een bespreking gegeven van de betekenis en draagwijdte van deze definitie en de mogelijke gevolgen ervan voor het Belgische vennootschapsrecht.

Tot op heden werd dit arrest nog maar nauwelijks opgepikt en becommentarieerd door de rechtsleer en het is thans ook nog onzeker of het bevestigd zal worden door de (lagere) rechtspraak. Deze uitspraak omschrijft desalniettemin een sleutelbegrip in het vennootschapsrecht van vandaag en zodoende gaat het hoe dan ook om een mijlpaalarrest.

2.5.1. Het arrest: de feiten die aan deze zaak ten grondslag liggen en de definitie van het vennootschapsbelang die erin wordt gegeven

105. Aan het besproken cassatiearrest lag een betwisting ten grondslag omtrent een contractuele beperking van de vervreemdbaarheid van aandelen en de vraag of deze beperking verantwoord was op grond van het vennootschapsbelang.²⁹¹

De aandelen van de NV Prestibel Left Village werden nl. verkocht aan PX3 Development NV en op het moment van de ondertekening van de overeenkomst werd het vaste gedeelte van de prijs betaald, terwijl het variabele deel van de prijs later in meerdere schijven voldaan zou worden.

De overnemer van de aandelen diende, ingevolge artikel 7.3. van de overeenkomst, een contractueel verbod te respecteren op het verder verkopen van de aandelen vóór de betaling van de eerste en tweede schijf van het variabele prijsgedeelte. Als contractuele sanctie op de schending van deze bepaling werd de onmiddellijke opeisbaarheid van het totale variabele deel van de koopprijs voorzien.

²⁸⁹ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 286-288; Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34. (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016)

²⁹⁰ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 287, nr. 14; J., VANANROYE, “Ook de enige vennoot heeft altijd gezelschap”, *TRV* 2014, 425; D., VAN GERVEN, “Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014”, *TRV* 2014, 578.

²⁹¹ Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34. (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016)

De kopers van het aandelenpakket verkochten echter reeds voor het vastgestelde tijdstip een deel van de aandelen aan een derde partij, waarop de verkopers de initiële koper en haar moederverenootschap dagvaardden voor de rechtbank van koophandel te Antwerpen.²⁹²

Het geschil spitste zich toe op de rechtsgeldigheid van de overdrachtsbeperking en in dat kader oordeelde de rechtbank dat zij zowel in de tijd beperkt als in overeenstemming met het belang van de NV Prestibel Left Village was. Verder achtte de rechtbank dat de verkoop van de aandelen wel degelijk een schending uitmaakte van het verbod opgenomen in artikel 7.3. van het contract.²⁹³

Tegen dit vonnis gingen de NV PX3 Development en haar moederverenootschap in hoger beroep, waarbij de appelrechters evenzeer oordeelden dat de contractuele overdrachtsbeperking overeenstemde met het vennootschapsbelang. Zij wezen daarbij op de zekerheidsfunctie die deze beperking vervulde voor de betaling van de overnameprijs en op het feit dat de initiële overnemer hierdoor bovendien een krediet verkreeg zodat zij het project van Prestibel Left Village NV verder kon ontwikkelen. Daarnaast besliste het hof dat de eerste rechter terecht tot een miskenning van het vervreemdingsverbod in de overeenkomst had besloten, waardoor het bestreden vonnis werd bevestigd.²⁹⁴

Tot slot stelde de initiële overnemer en haar moederverenootschap cassatieberoep in tegen dit arrest, waarbij zij onder meer de schending van artikel 510, tweede lid van het Wetboek van Vennootschappen door de appelrechters aanvoerden omdat zij op grond van de door hen vooropgestelde redenen niet konden beslissen dat de overdrachtsbeperking in het belang van de NV Prestibel Left Village was.²⁹⁵

Hierin zag het Hof van Cassatie een aanleiding om voor de eerste maal het vennootschapsbelang expliciet en ondubbelzinnig te omschrijven met de woorden: "het belang van een vennootschap wordt bepaald door het collectief winstbelang van haar huidige en toekomstige aandeelhouders".²⁹⁶

Vervolgens stelde het Hof dat de vraag of een overdrachtsbeperking verantwoord is op grond van het vennootschapsbelang een feitelijke beoordeling uitmaakt die niet voor het

²⁹² Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34 (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016); A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 343.

²⁹³ A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 343-344.

²⁹⁴ J.M., GOLLIER, "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 47; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 344.

²⁹⁵ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 287, nr. 13; Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34. (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016)

²⁹⁶ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 287, nr. 14.

Hof kan worden aangevochten. Wat het Hof daarentegen wel nagaat, is of de rechter het begrip vennootschapsbelang niet miskent. Dit was volgens het Hof in deze zaak, waar de appelrechters oordeelden dat de aangevochten overdrachtsbeperking de initiële overnemer in wezen krediet verschafte dat zij kon aanwenden om het project van de vennootschap verder te ontwikkelen, niet het geval.²⁹⁷

106. Bij de bespreking van dit arrest merkt D. Willermain terecht de beknoptheid op die het Hof van Cassatie aan de dag legt, terwijl het in deze zaak nochtans invulling geeft aan een van de kernbegrippen binnen het actuele vennootschapsrecht. In het onderhavige geval is deze constatacie des te meer frappant aangezien de formulering van een definitie van het vennootschapsbelang niet onontbeerlijk lijkt in het kader van de beslechting van de betrokken betwisting. Daar het Hof ter zake inderdaad evengoed had kunnen volstaan met de traditionele vermelding dat de vraag naar de verantwoordbaarheid van een clause op grond van het vennootschapsbelang aanleiding geeft tot een feitelijke beoordeling die bijgevolg niet tot zijn bevoegdheid behoort, lijkt het deze zaak daadwerkelijk als kans te hebben aangegrepen om aan rechtsvinding te doen.²⁹⁸

Met het oog op de verbetering van de in randnrs. 64 en 66 vermelde rechtsonzekerheid en op het aangeven van een duidelijker (evenwel nog steeds abstracte en algemene) leidraad aan diegenen die het vennootschapsbelang in de praktijk van invulling voorzien en diegenen die deze invulling (marginaal) zullen moeten toetsen, is dat zeker geen slechte zaak.²⁹⁹

Of het Hof hier effectief in geslaagd is, is nog onzeker en hangt in belangrijke mate af van de vraag of dit arrest bevestigd zal worden in de rechtspraak, hetgeen alleen de toekomst kan uitwijzen.³⁰⁰

2.5.2. Een keuze voor de modern enge opvatting en de gevolgen hiervan voor de andere stakeholders

107. Met de verwijzing naar de toekomstige aandeelhouders in zijn definitie van het vennootschapsbelang geeft het Hof van Cassatie aan dat dit begrip naast het collectieve

²⁹⁷ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 287, nr. 14-16.

²⁹⁸ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 558-559.

²⁹⁹ A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds eng: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 355-356.

³⁰⁰ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 559.

winstbelang van de aandeelhouders ook gericht is op de continuïteit van de onderneming en derhalve “op een dynamische en toekomstgerichte wijze moet worden ingevuld”.³⁰¹

Een verwijzing naar de toekomstige aandeelhouders in een omschrijving van het vennootschapsbelang is zeker niet nieuw. Zowel het concept als de terminologie zijn wijdverbreid in de rechtsleer in het algemeen en bij de voorstanders van de modern enge opvatting in het bijzonder.³⁰²

108. Voor het bepalen van de inhoud die aan het vennootschapsbelang toegekend wordt, moeten volgens het Hof van Cassatie aan de belangen van de huidige aandeelhouders dus die van de toekomstige aandeelhouders toegevoegd worden. Daardoor wordt de kring van belangen uitgebreid die aldus in aanmerking genomen moeten worden.³⁰³

Voor een beter begrip van de identiteit – of beter: de betekenis – van deze “toekomstige aandeelhouders” wordt de kwalificatie “toekomstig” het best verbonden aan de notie van het “collectieve winstbelang van de aandeelhouders”, en niet zozeer aan de “aandeelhouders” zelf. Het is dit toekomstige belang van de aandeelhouders waar het Hof in zijn definitie op doelt en waarvan het wil dat het in aanmerking wordt genomen bij de invulling van de notie vennootschapsbelang.³⁰⁴

De verwijzing naar de toekomstige aandeelhouder is derhalve niet al te letterlijk op te vatten maar staat in de context van het vennootschapsbelang eerder symbool voor een meer toekomstgerichte en bijgevolg dynamischer invulling van het winststreven van de vennootschap en haar aandeelhouders.³⁰⁵

Door de typering “toekomstige” niet te koppelen aan de notie “aandeelhouders” maar eerder aan hun “belangen”, wordt ook meteen duidelijk dat het Hof met zijn omschrijving van het vennootschapsbelang geenszins bedoelde dat bij de concrete invulling van dit begrip rekening gehouden zou moeten worden met de belangen van onbenoemde derden die op een moment in de toekomst aandeelhouder kunnen worden.³⁰⁶

109. Heden schrijft ons hoogste gerechtshof voor dat het vennootschapsbelang bepaald wordt door het collectieve winstbelang van haar huidige *en* toekomstige aandeelhouders.

³⁰¹ Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34. (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016)

³⁰² D., WILLERMAIN, “L’*intérêt social* selon la Cour de cassation: ‘The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?’”, *TBH* 2014, 560.

³⁰³ J.M., GOLLIER, “Observations – L’*intérêt social*”, *RPS* 2014, 50-51.

³⁰⁴ J.M., GOLLIER, “Observations – L’*intérêt social*”, *RPS* 2014, 60.

³⁰⁵ J.M., GOLLIER, “Observations – L’*intérêt social*”, *RPS* 2014, 61; A., FRANÇOIS, “Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!” in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 352.

³⁰⁶ Cf. J.E., PARKINSON, *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, Clarendon Press, 1993, 80-81; J.M., GOLLIER, “Observations – L’*intérêt social*”, *RPS* 2014, 58; A., FRANÇOIS, “Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!” in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 351.

Bijgevolg speelt in de eerste plaats dit winstbelang van de huidige aandeelhouders een bepalende rol bij het invullen van de betekenis die aan het vennootschapsbelang toekomt.

Anderzijds wordt echter het gewicht dat aan dit belang wordt toegekend, ingetoomd door de verplichting om te waken over de belangen van de toekomstige aandeelhouders; belangen die het Hof groepeert onder de noemer “continuïteit van de onderneming”³⁰⁷ en die derhalve samengaan met de belangen van de verschillende partijen die bij het ondernemingsgebeuren betrokken zijn.³⁰⁸

110. Uit deze omschrijving van het vennootschapsbelang kan *a priori* afgeleid worden dat het Belgische vennootschapsrecht eerder *shareholders oriented* is. Daaruit besluiten dat ons recht zodoende het *shareholder primacy*-model huldigt, is echter voorbarig.

Veeleer dan bij het voornoemde model, sluit deze omschrijving aan bij de Britse *enlightened shareholders*-visie.³⁰⁹ Daar in het onderhavige arrest elke rechtstreekse verwijzing naar de belangen van de andere *stakeholders* ontbreekt, onderschrijft het Hof van Cassatie het *enlightened shareholders*-model evenwel niet expliciet. Dit model legt immers op een directere wijze aandacht aan de dag voor de belangen van de andere deelnemende partijen, zij het om de winstgevendheid van de vennootschap voor de aandeelhouders te verzekeren, waardoor dit belang toch blijft primeren.

Niettemin komt er uit de visie die het Hof vooropstelt, een uitbreiding naar voren van de belangen waarmee de vennootschapsorganen rekening dienen te houden. Vanuit een perspectief van continuïteit gaat de welvarendheid van de vennootschap en haar aandeelhouders inderdaad noodzakelijkerwijze gepaard met respect vanwege de vennootschap en haar bestuur voor de belangen van de andere *stakeholders*.³¹⁰ Daarenboven worden de andere categoriële belangen in deze visie ook in aanmerking genomen in de mate waarin ze bijdragen tot het gezonde bestaan en de winstgevendheid van de vennootschap, hetgeen uitiem het gemeenschappelijke belang van de aandeelhouders bevordert en maakt dat deze definitie aansluit bij het Britse *enlightened shareholders*-model.³¹¹

111. Op deze manier worden de beoordelingsmarges van de vennootschapsorganen, en eventueel ook van de rechters, beperkt en wordt hen een – weliswaar nog steeds

³⁰⁷ Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34 (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016); J.M., GOLLIER, “Observations – L’intérêt social”, *RPS* 2014, 57 en 60-63.

³⁰⁸ J.M., GOLLIER, “Observations – L’intérêt social”, *RPS* 2014, 60-63.

³⁰⁹ D., WILLERMAIN, “L’intérêt social selon la Cour de cassation: ‘The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?’”, *TBH* 2014, 856-857.

³¹⁰ L., CORNELIS, “De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband” in H., BIRON en C., DAUW (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 126-127.

³¹¹ D., WILLERMAIN, “L’intérêt social selon la Cour de cassation: ‘The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?’”, *TBH* 2014, 861.

algemeen en abstract – duidelijker richtsnoer aangereikt.³¹² Bij het in aanmerking nemen van de belangen van andere *stakeholders* zullen zij er immers over moeten waken dat ze hiermee aan de belangen van de huidige en toekomstige aandeelhouders tegemoet komen. In het licht van deze visie wordt hun beleidsvrijheid dus ingeperkt door het gewicht dat aan de aandeelhoudersbelangen toekomt bij de bepaling van het vennootschapsbelang. De bestuursorganen zullen zich ter rechtvaardiging van hun beslissingen immers niet meer op de belangen *an sich* van bepaalde *stakeholders* kunnen beroepen als daarbij, uitiem, niet ook de aandeelhouders gebaat zijn.³¹³

2.5.3. De draagwijdte van de definitie van het Hof van Cassatie

112. Zoals hoger vermeld, heeft het tweede middel waarover het Hof zich diende uit te spreken, betrekking op de beweerde schending van artikel 510 W. Venn. door de appelrechters. Vandaar is door N. Cooreman in haar commentaar³¹⁴ op dit arrest aangevoerd dat de definitie van het vennootschapsbelang die daarin wordt vooropgesteld, moet worden opgevat als beperkt tot de context van de overdrachtsbeperkingen.³¹⁵ Deze visie kent aan deze omschrijving van het vennootschapsbelang derhalve geen algemene draagwijdte toe.³¹⁶

Dit standpunt vindt echter noch in deze definitie, noch in het betrokken arrest, noch in de nadere toelichting die het Hof daarbij gaf in zijn jaarverslag van dat jaar³¹⁷, aanleiding of steun en kan derhalve niet bijgetreden worden. Integendeel, het Hof omschrijft het vennootschapsbelang in de meest algemene bewoordingen en er dient dan ook aangenomen te worden dat aan deze definitie van het vennootschapsbelang wel degelijk een algemene geldingskracht toekomt.³¹⁸

³¹² A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 355-356.

³¹³ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'" *TBH* 2014, 860-861.

³¹⁴ N., COOREMAN, "Opschorting van een besluit van de algemene vergadering en contractuele compensatie: overdadig eigenbelang duurt nooit lang", *TRV* 2014, 327-338.

³¹⁵ A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 352-353.

³¹⁶ N., COOREMAN, "Opschorting van een besluit van de algemene vergadering en contractuele compensatie: overdadig eigenbelang duurt nooit lang", *TRV* 2014, 338.

³¹⁷ Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34. (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016)

³¹⁸ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'" *TBH* 2014, 859; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 352-353.

2.6. Besluit aangaande *shareholder primacy* en het vennootschapsbelang

113. In dit hoofdstuk bleek dat we ook in België te maken hebben met een *shareholders-stakeholders* debat. Het werd eveneens duidelijk dat deze dialoog in ons rechtstelsel plaatsvindt via het concept van het vennootschapsbelang.³¹⁹

114. Dit concept blijkt een blanco-norm in het vennootschapsrecht en een duidelijke omschrijving van dit begrip werd kennelijk bewust door de wetgever achterwege gelaten.³²⁰ Dit begrip werd dan ook verder uitgewerkt in de rechtspraak en de rechtsleer, alwaar er hoofdzakelijk drie opvattingen over het vennootschapsbelang te onderscheiden zijn, te weten de ruime opvatting, de klassiek enge en de modern enge opvatting.

115. Deze drie stromingen bepleiten elk een duidelijk standpunt omtrent het vennootschapsbelang en zijn inhoud. Desalniettemin kwam ik na een grondige analyse en ontleding van elk van deze opvattingen tot de bevinding dat de modern enge en de ruime visie weliswaar vertrekken vanuit een verschillend standpunt en via een verschillend proces tot een concrete invulling van het vennootschapsbelang komen, maar uiteindelijk in de praktijk hetzelfde nettoresultaat opleveren. Deze vaststelling biedt allicht een nieuw perspectief in deze discussie.

In dat kader valt evenwel het meer gestructureerde karakter van de redenering onder de modern enge opvatting op, waardoor aan diegenen die instaan voor de concrete invulling van het vennootschapsbelang een betere begeleiding wordt geboden.

Dankzij de oefening die op deze theoretische stelling volgde ontstond er een duidelijk beeld van de impact van de drie opvattingen op een concrete casus. Bovendien bevestigen de resultaten van deze oefening de conclusies waartoe de voormelde stelling aanleiding geeft. De uitkomsten van deze denkoefening lopen immers parallel met de vaststelling dat de modern enge en de ruime opvatting leiden tot hetzelfde nettoresultaat, ondanks het feit dat deze oefening volledig onafhankelijk van de theoretische stelling is geconcipieerd en uitgevoerd.

116. Met het arrest van het Hof van Cassatie van 28 november 2013 lijkt deze discussie alvast beslecht in het voordeel van de modern enge opvatting. Hierbij merken we wel op dat het één en ander afhankelijk zal zijn van de navolging die dit arrest in de toekomst al dan niet zal krijgen in de rechtspraak en de rechtsleer.

Met deze uitspraak en de omschrijving van het vennootschapsbelang die daarin gegeven wordt, toont ons hoogste gerechtshof zich immers aandeelhoudergericht. Dit betekent

³¹⁹ F., VINCKE, "The Corporate Governance Debate in Belgium" in X., DIEUX (ed.), *Legal Tracks, Essays on contemporary corporate and finance law*, Brussel, Bruylant, 2003, 14; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits?'" *TBH* 2014, 856.

³²⁰ A., FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 28-30 en 734.

echter niet dat zodoende zonder meer de bakens uitgezet worden voor *shareholder primacy* in het Belgische vennootschapsrecht. Het optreden van het Hof van Cassatie getuigt daarentegen van meer nuancering aan de hand van de verwijzing naar de toekomstige aandeelhouders, waarmee wordt aangegeven dat het vennootschapsbelang eveneens gericht is op de continuïteit van de onderneming.³²¹

Daar ook bepaalde andere *stakeholders* bij de vennootschap een invloed hebben op deze continuïteit, zoals reeds duidelijk werd onder titel 2.3., zal het bestuur bijgevolg ook deze partijen en hun belangen in aanmerking dienen te nemen bij de feitelijke invulling van het vennootschapsbelang. Deze vaststelling leidt tot het besluit dat er met dit arrest ook in België een *corporate governance*-model van het type *enlightened shareholders* geïntroduceerd werd.³²²

Op dit gegeven wordt verder ingegaan in de rechtsvergelijking tussen het Belgische en het Britse *enlightened shareholders*-model in het volgende hoofdstuk.

³²¹ Hof van Cassatie van België, Jaarverslag 2013, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34. (laatst geconsulteerd op 16 mei 2016)

³²² D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 856-861.

3. De modern enge opvatting omtrent het vennootschapsbelang in België en *enlightened shareholder value* in het Verenigd Koninkrijk: een vergelijking

117. Wat het vennootschapsbelang betreft, is een rechtsvergelijking met het Verenigd Koninkrijk zowel interessant als logisch.

Een eerste reden hiervoor is de algemeen gepercipieerde tegenstelling tussen de *shareholder primacy*-theorie die doorgaans met het Angelsaksische model in verband wordt gebracht en de stakeholdertheorie die doorgaans aan het Rijnlandmodel wordt gelinkt.³²³

Een tweede reden schuilt in het feit dat het *corporate governance*-model in België, als deel van het Rijnland, ingevolge de hoger geanalyseerde uitspraak van het Hof van Cassatie eerder de richting van het Angelsaksische model uit lijkt te gaan.

De derde en voornaamste reden die een rechtsvergelijking met het Verenigd Koninkrijk zo boeiend maakt, is de relatief recente *Companies Act* van 2006 ter hervorming van het Britse vennootschapsrecht. Bij deze hervorming werd de *enlightened shareholder value*-idee in de regelgeving geïntroduceerd. Door deze nieuwe aanpak wordt een aandeelhoudergeoriënteerde visie bewaard maar wordt het de bestuurders daarnaast mogelijk gemaakt om ook een focus op de langere termijn te ontwikkelen. Bovendien kunnen zij zodoende bij het vervullen van hun taken, indien dit het succes van de vennootschap en uitiem ook de belangen van de aandeelhouders ten goede komt, een bredere waaier aan belangen en principes in aanmerking nemen.³²⁴

118. De parallelle evolutie in *corporate governance* in België en in het Verenigd Koninkrijk trekt onze aandacht. Bijgevolg is een vergelijking tussen beide zgn. zachtere aandeelhoudergecentreerde modellen relevant binnen het kader van deze thesis.

3.1. *Enlightened shareholder value*

119. Ter vervanging van de *Companies Act* van 1985 werd in 2006 in het Verenigd Koninkrijk de nieuwe *Companies Act* ingevoerd.³²⁵ De kern van *enlightened shareholder value*-idee bevindt zich in *section* of artikel 172 (1) van deze nieuwe *Companies Act*. Op die manier wordt dit concept in het Britse vennootschapsrecht geïntroduceerd en wordt

³²³ E., WYMEERSCH, "The Corporate Governance Discussion in Some European States" in D.D., PRENTICE and P.R.J., HOLLAND (eds.), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press, 1993, 9; D., VAN DE GEHUCHTE, "Beschouwingen over het vennootschapsbelang en zijn Corporate Governance problematiek" in K., WAUTERS, *Feestbundel Monard-D'Hulst 20 jaar: diversiteit in eenheid*, Brussel, Larcier, 2010, 210.

³²⁴ A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 21-25.

³²⁵ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 111.

er voor het eerst een helder en expliciet wettelijk standpunt ingenomen betreffende het doel van de vennootschap in het Verenigd Koninkrijk.³²⁶

120. Met het oog op een vergelijking tussen de modern enge opvatting omtrent het vennootschapsbelang in België en de *enlightened shareholder value* in het Verenigd Koninkrijk wordt vooreerst de notie *enlightened shareholder value* onderzocht. Zowel haar oorsprong als haar betekenis en de mogelijke gevolgen voor *corporate governance* in het Verenigd Koninkrijk zullen daarbij onder de volgende titel aan bod komen.

3.1.1. De nieuwe *Companies Act* van 2006

121. Hoewel de *shareholder primacy*-idee niet op geheel eenduidige wijze door de Britse rechtspraak wordt onderschreven³²⁷, wordt dit principe in het algemeen wel geacht in het Verenigd Koninkrijk ten grondslag te liggen aan zowel het vennootschapsrecht als aan de manier waarop vennootschappen bestuurd worden.³²⁸

Het is bovendien ook de visie die werd voorgestaan door de *Company Law Review Steering Group* (verder de "CLRSG") die in 1998 door het *Department of Trade and Industry* werd opgericht met het oog op een grondige herziening van het Britse vennootschapsrecht.³²⁹

122. In haar uitvoerige revisie van het vennootschapsrecht en in haar aanbevelingen voor hervormingen onderscheidde de CLRSG twee mogelijke benaderingen van het doel van de vennootschap. Enerzijds ontwaarde dit comité een aandeelhoudergecentreerde benadering, of *shareholder value approach*³³⁰ en anderzijds een pluralistische visie met meer aandacht voor de andere *stakeholders*.³³¹

De CLRSG was van mening dat een vennootschap bestuurd dient te worden met aandacht voor de lange termijn en op een manier die het welzijn van de verschillende

³²⁶ A., KEAY, "Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach' ", *Sydney Law Review* 2007, 577; W., SHUANGGE, *Shareholder Primacy and Corporate Governance. Legal aspects, practices and future directions*, London, Routledge, 2013, 147-150.

³²⁷ Zie bv. *Fulham Football Club Ltd. v. Cabra Estates plc.*, [1994] 1 BCLC 363 (VK) voor een zaak waarin door de rechtspraak een meer stakeholdergerichte visie wordt voorgestaan.

³²⁸ M., SIEMS, "Shareholders, Stakeholders and the 'Ordoliberalism'", *European Business Law Review*, 2002, 150; V., HARPER HO, " 'Enlightened Shareholder Value': Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide", *Journal of Corporation Law* 2010, 78.

³²⁹ A., KEAY, "Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach' ", *Sydney Law Review* 2007, 588-589; W., SHUANGGE, *Shareholder Primacy and Corporate Governance. Legal aspects, practices and future directions*, London, Routledge, 2013, 147-148.

³³⁰ Het concept van de *enlightened shareholder value* vertoont overigens een opvallende gelijkenis met dat van de *enlightened value maximisation* dat wordt voorgestaan door M. Jensen. Hij legt uit dat de marktwaarde op lange termijn van een vennootschap niet geoptimaliseerd kan worden en de vennootschap bijgevolg niet kan overleven, laat staan bloeien, indien aan een belangrijke *stakeholder* en zijn belangen voorbij wordt gegaan of indien deze partij slecht wordt behandeld. Waarde kan volgens hem immers niet gecreëerd worden zonder een goede relatie en communicatie met klanten, werknemers, leveranciers, geldschietters, regelgevers, gemeenschappen *et cetera*. Deze visie werd dan ook nadrukkelijk erkend en vermeld in de verschillende documenten van de CLRSG; M.C., JENSEN, "Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function", *European Financial Management* 2001, 309.

³³¹ A., KEAY, "Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach' ", *Sydney Law Review* 2007, 579 en 588-589; R., WILLIAMS, "Enlightened shareholder value in UK company law", *UNSW Law Journal* 2012, 361.

betrokken partijen vergroot. De groep vond het daarnaast zeer belangrijk dat de nieuwe wetgeving de bestuurders ertoe zou aanzetten om de vennootschap op een gerichte en competitieve manier te beheren. Naar hun mening moest er immers op toegezien worden dat de bestuurders niet verworden tot morele, politieke of economische scheidsrechters maar dat zij, daarentegen, “*business decision makers*” blijven.³³²

Daarenboven stelde de CLRSG vast dat vennootschappen *de facto* bestuurd worden ten behoeve van de aandeelhouders en dat deze praktijk weerklank vindt in het Britse recht. Verder in zijn uiteenzetting bevestigde het comité overigens dat de vennootschap het genereren van maximale opbrengst voor de aandeelhouders tot uiteindelijke doel heeft.³³³

Bijgevolg verkoos de groep een *shareholder value*-benadering boven dwingend pluralisme, maar dan wel één met een *enlightened* karakter.³³⁴ Zij achtte dat op die manier de voordelen van een aandeelhoudergeoriënteerde aanpak behouden kunnen blijven en daarenboven gekoppeld kunnen worden aan de gewenste inclusieve aspecten van de stakeholdergerichte, pluralistische benadering.³³⁵

123. Vervolgens stelde de groep dat de bestuurders overeenkomstig deze benadering verplicht zijn het succes van de vennootschap na te streven in het belang van de aandeelhouders en dat zij daartoe voldoende aandacht dienen te hebben voor de relevante betrokken partijen en hun belangen. Dit houdt volgens de CLRSG in dat het bestuur er een voldoende evenwichtige kijk op korte en op lange termijn op na moet houden en de duurzame, effectieve relaties met werknemers, klanten, leveranciers en andere partijen moet ondersteunen. Verder dient het bestuur volgens deze visie bij zijn handelingen ook consciëntieus rekening te houden met de impact daarvan op de gemeenschap en de omgeving.³³⁶

124. Tot slot bepleitte de CLRSG in haar aanbevelingen een uitdrukkelijke stellingname in de wetgeving omtrent het doel van de vennootschap, en dit uiteraard volgens het principe van de *enlightened shareholder value*. De Britse regering onderschreef deze visie en nam het voornoemde principe op in een *Company Law Reform Bill* die vervolgens in

³³² The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: Developing the Framework, 14, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.berr.gov.uk/files/file23248.pdf> (laatst geconsulteerd op 6 mei 2016).

³³³ The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework, 34-39, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf> (laatst geconsulteerd op 26 april 2016).

³³⁴ R., WILLIAMS, “Enlightened shareholder value in UK company law”, *UNSW Law Journal* 2012, 361.

³³⁵ The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: developing the Framework, 23-24, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.berr.gov.uk/files/file23248.pdf> (laatst geconsulteerd op 6 mei 2016); A., KEAY, “Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?”, *European Business Law Review* 2011, 20-21.

³³⁶ The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: developing the Framework, 12-14, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.berr.gov.uk/files/file23248.pdf> (laatst geconsulteerd op 6 mei 2016).

2005 bij het Parlement werd ingediend. Uiteindelijk werd de *enlightened shareholder value*-visie, hoewel een tikkeltje anders geformuleerd dan in de stukken van de CLRSO, hoofdzakelijk vastgelegd in artikel 172 (1) van de *Companies Act* van 2006, dat op 1 oktober 2007 in werking trad.³³⁷

De betrokken bepaling luidt als volgt:

A director of a company must act in a way that he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members³³⁸ as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to –

- (a) the likely consequences of any decision,*
- (b) the interests of the company's employees,*
- (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,*
- (d) the impact of the company's operations on the community and the environment,*
- (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and*
- (f) the need to act fairly between the members of the company.*

3.1.2. Het “enlightened effect” van artikel 172 (1) van de nieuwe *Companies Act*

125. Via de introductie van het *enlightened shareholder value*-model in de nieuwe *Companies Act* van 2006 zou het Verenigd Koninkrijk een stap gezet hebben in de richting van het “continentale stakeholdermodel”.³³⁹

Door bepaalde auteurs wordt inderdaad beweerd dat de *enlightened shareholder value*-benadering een zgn. derde methode van *corporate governance* aanreikt die elementen van *shareholder primacy* of *shareholder value* en de stakeholdertheorie combineert.³⁴⁰

Toch stellen andere commentatoren terecht de vraag hoe nieuw en verschillend van de aandeelhoudergecentreerde aanpak deze benadering precies is.³⁴¹

³³⁷ A., KEAY, “Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom’s ‘Enlightened Shareholder Value Approach’ ”, *Sydney Law Review* 2007, 579 en 589-591; A., DIGNAM en J., LOWRY, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 432.

³³⁸ De *members* zijn partijen met een aandeel of aandelen in de vennootschap en zijn derhalve als aandeelhouders te beschouwen; S., MAYSON, D., FRENCH en C., RYAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 361-363; A., DIGNAM en J., LOWRY, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 26.

³³⁹ V., HARPER HO, ““Enlightened Shareholder Value”: Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide”, *Journal of Corporation Law* 2010, 78; A., KEAY, “Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?”, *European Business Law Review* 2011, 19-20.

³⁴⁰ Zij gewagen in deze zelfs van een “erosion of Anglo-American shareholder value”; C., WILLIAMS en J., CONLEY, “An Emerging Third Way – The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct”, *Cornell International Law Journal* 2005, 496, zie bv. ook S., ANDREADAKIS, “Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?” in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 416.

³⁴¹ Zie: A., KEAY, “Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom’s ‘Enlightened Shareholder Value Approach’ ”, *Sydney Law Review* 2007, 579 en 604-606; A., DIGNAM en J., LOWRY, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 433-434; R., WILLIAMS, “Enlightened shareholder

126. Bij de beoordeling van het doel van de vennootschap waren eerst de *CLRSG* en later de Britse regering en het parlement duidelijk voorstander van het behoud van de aandeelhouders als ultieme focus voor het vennootschapsbestuur. Hierbij wou men evenwel een sterkere nadruk op de toekomst van de vennootschap *an sich* voorzien.³⁴² Dit werd gerealiseerd door de onderhavige bepaling die stelt dat het bestuur aandacht dient te hebben voor de belangen van andere *stakeholders* dan de aandeelhouders. Het is ook net deze aandacht voor de belangen en principes van artikel 172 die de *enlightened shareholder value*-benadering zou voorzien van een “*enlightened*” dimensie, of die haar ten minste toch beter verteerbaar zou maken dan *shareholder primacy pur sang*.³⁴³

Nochtans kunnen de bestuurders enkel aandacht aan die *stakeholders* schenken en verantwoorden in zoverre dit het succes van de vennootschap bevordert en per saldo in het belang van het geheel van aandeelhouders is.³⁴⁴ Dit model behoudt de maximalisatie van de opbrengsten voor de aandeelhouders dus duidelijk als hoogste, prioritaire doel van de Britse vennootschap.³⁴⁵

Daarenboven zijn de belangen en de principes die het bestuur bij het vervullen van zijn taken mede in beschouwing dient te nemen, in hoogst algemene bewoordingen gesteld. Het is dan ook onduidelijk in hoeverre de wettelijke opgave van deze elementen de inhoud van de taken van het bestuur concreet zal beïnvloeden.³⁴⁶

Verder wordt van het bestuur ook enkel vereist “*to have regard to*” of “aandacht te hebben voor” de voornoemde elementen, zonder verdere precisering van de mate waarin deze principes moeten worden toegepast om aan deze bepaling te voldoen.³⁴⁷ Deze formulering, gecombineerd met de uitspraken van de *CLRSG*, lijkt derhalve sterk te suggereren dat de aandacht vanwege het bestuur voor de belangen van de andere *stakeholders* een louter instrumenteel karakter heeft en dus geen finaliteit op zichzelf is.³⁴⁸ Daarnaast is het ook zo dat, hoewel artikel 172 de aandacht voor de andere

value in UK company law”, *UNSW Law Journal* 2012, 361-362; W., SHUANGGE, *Shareholder Primacy and Corporate Governance. Legal aspects, practices and future directions*, London, Routledge, 2013, 180-181.

³⁴² A., KEAY, “Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom’s ‘Enlightened Shareholder Value Approach’ ”, *Sydney Law Review* 2007, 592; A., DIGNAM en J., LOWRY, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 433-434.

³⁴³ A., KEAY, “Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom’s ‘Enlightened Shareholder Value Approach’ ”, *Sydney Law Review* 2007, 611.

³⁴⁴ A., KEAY, “Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom’s ‘Enlightened Shareholder Value Approach’ ”, *Sydney Law Review* 2007, 592; S., MAYSON, D., FRENCH en C., RYAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 469.

³⁴⁵ A., KEAY, “Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?”, *European Business Law Review* 2011, 24; S., ANDREADAKIS, “Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?” in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 425.

³⁴⁶ R., WILLIAMS, “Enlightened shareholder value in UK company law”, *UNSW Law Journal* 2012, 361-362.

³⁴⁷ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 128; R., WILLIAMS, “Enlightened shareholder value in UK company law”, *UNSW Law Journal* 2012, 360-368.

³⁴⁸ M., GELTER en G., HELLERINGER, “Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors’ Duties Really Owed?”, *ECGI Working Paper Series in Law* 2014, WP 255/2014, 27; A., KEAY, “Moving Towards Stakeholderism? Enlightened

stakeholders dan de aandeelhouders opdrijft, van al de *stakeholders* wel enkel de aandeelhouders de mogelijkheid hebben om op te treden tegen handelingen van het bestuur die tegen deze bepaling ingaan.³⁴⁹ Zij kunnen bovendien slechts ageren namens de vennootschap.³⁵⁰

Dit gebrek aan afdwingbaarheid van *section* 172 (1) voor de niet-aandeelhouders wordt evenwel tot op zekere hoogte gecompenseerd door de hiermee complementaire *section* 417³⁵¹.³⁵² Overeenkomstig deze bepaling moeten de bestuurders van bepaalde vennootschappen³⁵³ immers een *business review* in hun rapport voorzien, met als doel de *members* of aandeelhouders in te lichten omtrent de gang van zaken binnen de vennootschap en hen inzicht te verschaffen in (o.a.) de wijze waarop het bestuur aan deze nieuwe plicht onder artikel 172 heeft voldaan.³⁵⁴

Section 417 is dus gericht op een grotere transparantie en verantwoordelijkheid vanwege het bestuur m.b.t. de opgesomde factoren, waardoor ook de belangen en de principes die in *section* 172 aan bod komen aan zichtbaarheid winnen. Daarenboven zullen zij ook aan invloed winnen bij de besluitvorming daar het bestuur deze elementen sinds de invoering van de onderhavige bepalingen niet langer zonder meer naast zich neer kan leggen.³⁵⁵ Bovendien kan dergelijke *business review*, hoewel enkel aan de aandeelhouders gericht, de afdwingbaarheid van de stakeholdersbelangen wel degelijk ten goede komen. De eerstgenoemden beschikken in dit verband immers over een *derivative claim* onder *section* 260 die zij tegen het bestuur kunnen instellen indien zij achten dat een stakeholdersbelang is miskend met een nefast effect op het succes van de vennootschap, ergo de aandeelhoudersbelangen tot gevolg. Hoewel een meer inclusieve benadering heden dus niet door alle belanghebbenden afgedwongen kan worden, zorgt de combinatie van artikel 172 en artikel 417 toch voor een meer diligente overweging van de betrokken stakeholdersbelangen bij het bestuur.

Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 44.

³⁴⁹ Dit was overigens reeds het uitgangspunt op basis van bestaande *case law* voor de inwerkingtreding van de nieuwe *Companies Act* en bleef ook naar aanleiding van deze wetgeving gelden; zie o.m. W & M Roith Ltd., [1967] 1 WLR 432 (VK); A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 37-38; W., SHUANGGE, *Shareholder Primacy and Corporate Governance. Legal aspects, practices and future directions*, Londen, Routledge, 2013, 160.

³⁵⁰ Art. 260 (1) *Companies Act* 2006; A., KEAY, "Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach' ", *Sydney Law Review* 2007, 607; R., WILLIAMS, "Enlightened shareholder value in UK company law", *UNSW Law Journal* 2012, 362.

³⁵¹ Dat op 6 april 2008 in werking trad.

³⁵² A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 145.

³⁵³ NI. de vennootschappen die niet aan het *small companies' regime* onderworpen zijn; Artt. 381 en 417 (1) *Companies Act* 2006.

³⁵⁴ Art. 417 *Companies Act* 2006.

³⁵⁵ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 157 en 276-277.

Op basis van het voorgaande komen we zodoende tot de conclusie dat het totaaleffect van deze aanpak nog steeds als *shareholders first* aangemerkt kan worden.³⁵⁶

127. Een tweede vraag omtrent de innovatie van dit model heeft betrekking op zijn vernieuwende karakter ten opzichte van de reeds bestaande regels in de *common law* m.b.t. deze materie.³⁵⁷ Volgens deze normen diende het bestuur immers reeds in het belang van de vennootschap te handelen, en dit uiteindelijk ten dienste van de aandeelhouders.³⁵⁸ Er werd algemeen aanvaard dat de bestuurders op die manier een flinke dosis beslissingsruimte kregen om ook andere belangen dan louter die van de aandeelhouders in aanmerking te nemen, op voorwaarde natuurlijk dat dit gebeurde met het oog finaal op het welzijn van de aandeelhouders.³⁵⁹

Derhalve stellen bepaalde auteurs niet onterecht dat het *enlightened shareholder value*-model niet meer realiseert dan het expliciteren, voor het eerst, van deze *common law*-bepalingen in een wettekst.³⁶⁰

128. Hoewel de introductie van het *enlightened shareholder value*-model in de nieuwe *Companies Act prima facie* een hele verruiming van de dimensie van de klassieke aandeelhoudergecentreerde aanpak in het Verenigd Koninkrijk lijkt in te leiden, blijkt dit model na een nauwkeurig onderzoek dus lang niet zo vernieuwend.³⁶¹

De invoering van dit concept in het Britse recht houdt dan ook veeleer een wettelijke bevestiging in van de gevestigde *common law* in deze materie dan een echte hervorming. Deze Anglo-Amerikaanse, aandeelhoudergeoriënteerde zienswijze blijft derhalve ook onder dit relatief nieuw ingevoerde *enlightened shareholder value*-model onveranderd. Sterker nog: voor het eerst wordt deze visie expliciet in de regelgeving bevestigd en verankerd.³⁶²

³⁵⁶ A., KEAY, "Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach' ", *Sydney Law Review* 2007, 597.

³⁵⁷ Zie *Smith and Fawcett Ltd.*, [1942] Ch. 304 (VK), *Greenhalgh v. Arderne Cinemas*, [1951] Ch. 286 (VK) en *Alexander v. Automatic Telephone Co.*, [1900] 2 Ch. 56 (VK); S., MAYSON, D., FRENCH en C., RYAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 464-465; V., HARPER HO, "'Enlightened Shareholder Value': Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide", *Journal of Corporation Law* 2010, 77; R., WILLIAMS, "Enlightened shareholder value in UK company law", *UNSW Law Journal* 2012, 363 en 376.

³⁵⁸ J.E., PARKINSON, *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, Clarendon Press, 1993, 77.

³⁵⁹ M., SIEMS, "Shareholders, Stakeholders and the 'Ordoliberalism'", *European Business Law Review*, 2002, 154-156; A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 29; W., SHUANGGE, *Shareholder Primacy and Corporate Governance. Legal aspects, practices and future directions*, London, Routledge, 2013, 180-181.

³⁶⁰ A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 46-48; R., WILLIAMS, "Enlightened shareholder value in UK company law", *UNSW Law Journal* 2012, 367; W., SHUANGGE, *Shareholder Primacy and Corporate Governance. Legal aspects, practices and future directions*, London, Routledge, 2013, 150.

³⁶¹ A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 47-48; R., WILLIAMS, "Enlightened shareholder value in UK company law", *UNSW Law Journal* 2012, 376.

³⁶² A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 257 en 276-277.

3.1.3. De voordelen en de nadelen van het *enlightened shareholder value*-model

129. Een van de belangrijkste voordelen van dit model is dat het het vennootschapsbestuur voorziet van een uitdrukkelijke wettelijke toestemming om meerdere belangen en factoren in aanmerking te nemen dan louter de aandeelhoudersbelangen.³⁶³ Verder laat deze benadering het bestuur toe om ook een focus op de langere termijn te ontwikkelen, hetgeen naast auteurs als M. Jensen³⁶⁴ en H. Hansmann en R. Kraakman³⁶⁵ vast ook zekere aandeelhouders zal weten te bekoren.³⁶⁶

Een tweede pluspunt van de *enlightened shareholder value*-benadering is ongetwijfeld het feit dat zij niet van het bestuur *eist* dat het de belangen van een breed scala aan bij de vennootschap betrokken partijen in aanmerking neemt en tegen elkaar afweegt. Op die manier wordt vermeden dat in het Britse recht een bepaling zou worden opgenomen die een risico kan inhouden op al te opportunistisch optreden vanwege het bestuur.³⁶⁷

130. Verder reikt dit model de bestuurders als het ware een "menu" aan van in algemene bewoordingen gestelde stakeholdersbelangen waarvoor zij aandacht moeten hebben bij het bevorderen van het succes van de vennootschap.³⁶⁸ Hierbij wordt hen echter geen enkele aanwijzing verstrekt omtrent de wijze waarop en de mate waarin zij aandacht dienen te hebben voor de opgesomde elementen.³⁶⁹

Zo lijkt de opsomming van artikel 172 louter indicatief te zijn, daar er rekening gehouden dient te worden met de vermelde elementen *amongst others*.³⁷⁰ Verder wordt er geen enkele vorm van begeleiding geboden bij de invulling van bepaalde, moeilijk te definiëren begrippen. Zo moet het bestuur b.v. de impact van de vennootschapshandelingen op de omgeving en de gemeenschap in rekening nemen, waarbij elke indicatie omtrent de begrippen "omgeving" en "gemeenschap" ontbreekt.³⁷¹

³⁶³ Waarmee volgens sommigen, zoals reeds opgemerkt, *de facto* een praktijk gelegitimeerd wordt die zich in het Verenigd Koninkrijk reeds voordeed.

³⁶⁴ M.C., JENSEN, "Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function", *European Financial Management* 2001, 309-310.

³⁶⁵ H., HANSMANN en R., KRAAKMAN, "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal* 2001, 439.

³⁶⁶ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 116-117 en 239.

³⁶⁷ A., KEAY, "Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach' ", *Sydney Law Review* 2007, 602.

³⁶⁸ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 128.

³⁶⁹ S., ANDREADAKIS, "Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?" in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 425; R., WILLIAMS, "Enlightened shareholder value in UK company law", *UNSW Law Journal* 2012, 360.

³⁷⁰ Section 172 (1) Companies Act 2006; S., MAYSON, D., FRENCH en C., RYAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 465; A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 29-30.

³⁷¹ A., KEAY, "Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach' ", *Sydney Law Review* 2007, 593 en 597; R., WILLIAMS, "Enlightened shareholder value in UK company law", *UNSW Law Journal* 2012, 360-361.

Ook over de manier waarop en de mate waarin de bestuurders deze plicht dienen te vervullen bestaat er onzekerheid, daar enkel hun *good faith* of goede trouw wordt aangegeven als begrenzing van wat zij kunnen of moeten doen ter bevordering van het succes van de vennootschap. Een laatste gebrek aan advies en informatie in dit kader ten slotte, overigens erkend door de *CLRS*³⁷², duikt op in geval van conflict tussen verschillende van de opgenoemde principes en belangen. Ook in dergelijke situatie wordt het bestuur immers van geen enkele richtlijn bij de afweging van de verschillende componenten voorzien.³⁷³

Zowel dit algemene gebrek aan begeleiding voor het bestuur bij het nastreven van succes voor de vennootschap en haar aandeelhouders als de daarmee gepaard gaande factoren van onzekerheid worden dus terecht aangehaald als tekortkoming van het *enlightened shareholder value*-model.

3.2. *Enlightened shareholder value* en de modern enge opvatting omtrent het vennootschapsbelang

3.2.1. De gelijkenissen en de punten van verschil

131. Zoals reeds uitvoerig aan bod kwam onder titel 2.5., heeft het Hof van Cassatie in 2013 voor het eerst een algemene³⁷⁴ en uitdrukkelijke omschrijving gegeven van het vennootschapsbelang als zijnde "(...) bepaald door het collectief winstbelang van [de] huidige en toekomstige aandeelhouders".³⁷⁵

In dit onderdeel zal ik de verschillende relevante aspecten van de inhoud en de implicaties van deze uitspraak identificeren en vergelijken met hun Britse tegenhangers met een duidelijk zicht op de parallellen en de verschillen tussen beide zgn. zachtere aandeelhoudergecentreerde modellen als doel.

3.2.1.1. Een afgetekend standpunt

132. Met de introductie van de nieuwe *Companies Act* en het voornoemde arrest van het Hof van Cassatie wordt er zowel in het Verenigd Koninkrijk als in België een duidelijk standpunt ingenomen in het *shareholder primacy*-debat.

³⁷² The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework, 37-39, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf>. (laatst geconsulteerd op 26 april 2016)

³⁷³ S., MAYSON, D., FRENCH en C., RYAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 474; A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 30-31.

³⁷⁴ Jaarverslag 2013 van het Hof van Cassatie van België, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>, 34; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 859; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 352-353.

³⁷⁵ Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 287, nr. 14; J., VANANROYE, "Ook de enige vennoot heeft altijd gezelschap", *TRV* 2014, 425; D., VAN GERVEN, "Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014", *TRV* 2014, 578.

133. Het onderhavige arrest en *section* 172 geven beide inderdaad aan dat het vennootschapsbestuur bij het vervullen van zijn taken rekening dient te houden met andere partijen dan louter de aandeelhouders.

Met betrekking tot dit aspect van de resp. modellen tekent zich weliswaar een eerste verschil af. De *Companies Act* geeft, d.m.v. de opsomming in artikel 172, *prima facie* een expliciete aanduiding van de belangen waarmee het bestuur rekening dient te houden. Het Hof van Cassatie, daarentegen, suggereert veeleer met zijn verwijzing naar de toekomstige aandeelhouders dat het bestuur ook andere partijen dan de huidige aandeelhouders in aanmerking moet nemen. In het betrokken arrest komt er immers geen enkele uitdrukkelijke verwijzing naar deze of gene *stakeholder* voor.

Het indicatief karakter van *section* 172, en derhalve het verschil ter zake tussen beide modellen, moet echter niet overdreven worden daar de opsomming niet exhaustief is.³⁷⁶

134. Of met de introductie, of eerder de bevestiging van deze modellen daadwerkelijk een einde zal komen aan de onenigheid en de daarmee gepaard gaande onzekerheid die er rond dit onderwerp heerst, staat evenwel nog niet zonder meer vast. Veel zal immers afhangen van de manier waarop dit arrest en deze wettelijke bepaling onthaald worden in de rechtspraak.

Het arrest kon in de weinige commentaren die er reeds op verschenen in elk geval al rekenen op een aantal uiteenlopende opmerkingen.³⁷⁷ Van groter belang voor de beoordeling van haar invloed en gezag is echter de weerklink die ze al dan niet zal vinden in de (lagere) rechtspraak. Tot op heden is er evenwel nog geen rechterlijke uitspraak gedaan die het onderhavige arrest volgt dan wel tegensprekt.

Wat de nieuwe *Companies Act* en haar *section* 172 betreft, wordt algemeen aangenomen dat de beslissingen van het bestuur onder dit nieuwe regime *in concreto* niet makkelijker aangevochten of anders beoordeeld zullen worden.³⁷⁸ Deze bepaling wijkt inhoudelijk inderdaad niet wezenlijk af van de vorige regels ter zake, die zij immers veelal wettelijk bevestigt. A. Keay stelt in dit kader dan ook met reden dat *section* 172 eerder een pedagogische dan een wezenlijk prescriptieve werking heeft.³⁷⁹

³⁷⁶ Cf. Het bestuur moet rekening houden met de vermelde elementen *amongst others*; *Section* 172 (1) *Companies Act* 2006; S., MAYSON, D., FRENCH en C., RYAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 465; A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 29-30.

³⁷⁷ Zie o.m. N., COOREMAN, "Opschorting van een besluit van de algemene vergadering en contractuele compensatie: overdadig eigenbelang duurt nooit lang", *TRV* 2014, 327-338, D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 855-865 en A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 340-356.

³⁷⁸ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 91-93.

³⁷⁹ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 276-278.

3.2.1.2. Enkele punten van onduidelijkheid

135. Een tweede analogie tussen het *enlightened shareholder value*-model en de moderne opvatting is dat zij bepaalde, belangrijke vragen (deels) onbeantwoord laten. De vragen die beide modellen onbeantwoord laten zijn daarenboven veelal dezelfde:

In beide gevallen wordt het bestuur in de eerste plaats een bepaald richtsnoer aangereikt in de vorm van een opsomming van belangen en principes, resp. een verwijzing naar de toekomstige aandeelhouders.³⁸⁰ In tweede instantie echter, moet het bestuur rekening houden met de belangen van de partijen die van invloed zijn op het succes, resp. de continuïteit van de vennootschap. Het identificeren van deze partijen wordt hierbij in meer of mindere mate aan hun eigen oordeel overgelaten.³⁸¹

Verder krijgen Belgische bestuurders net zomin als de Britse geen instructies omtrent de wijze waarop of de mate waarin zij bij het vervullen van hun taken rekening moeten houden met de diverse stakeholdersbelangen, noch hoe zij deze belangen tegen elkaar moeten afwegen.

Een derde gebrek aan aanwijzingen voor het bestuur in dit kader heeft betrekking op situaties van conflict tussen de verschillende betrokken belangen. Zowel in het Verenigd Koninkrijk als in België wordt het determineren van de belangen die uiteindelijk zullen doorwegen ook in zulke omstandigheden concreet aan het oordeel van de bestuurders zelf overgelaten.³⁸²

3.2.1.3. De stakeholdersbelangen als instrument

136. Een verdere opvallende gelijkenis tussen het Britse en het Belgische model betreft de rol van de stakeholdersbelangen.

Zoals eerder reeds aangegeven moet het bestuur volgens *section 172* het succes van de vennootschap bevorderen en daarbij aandacht hebben voor o.a. de belangen en principes die aldaar worden opgesomd. Daarnaast vermeldde de *CLRS* in haar documenten dat zij het optimaliseren van de opbrengt voor de aandeelhouders als het uiteindelijke doel van de vennootschap beschouwt.³⁸³ De combinatie van beide factoren doet inderdaad

³⁸⁰ S., MAYSON, D., FRENCH en C., RYAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 465; A., FRANÇOIS, "Eng is niet steeds *eng*: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in E., ALOFS, H., CASMAN, en A., VAN DEN BOSSCHE (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 355-356.

³⁸¹ S., ANDREADAKIS, "Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?" in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 425.

³⁸² S., MAYSON, D., FRENCH en C., RYAN, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 474; A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 30-31; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 861.

³⁸³ The Company Law Review Steering Group, *Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework*, 34-39, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf> (laatst geconsulteerd op 26 april 2016); A., KEAY, "Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach'", *Sydney Law Review* 2007, 592; A., DIGNAM en J., LOWRY, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 433-434.

vermoeden dat de aandacht vanwege het bestuur voor de stakeholdersbelangen geen doel op zichzelf is maar wel een instrument om de belangen van de aandeelhouders beter te dienen.³⁸⁴

In België is thans door het Hof van Cassatie een gelijkaardige visie bevestigd volgens welke het bestuur rekening dient te houden met een ruimer scala aan partijen dan louter met de aandeelhouders. Volgens deze opvatting moeten deze partijen en hun belangen in principe evenwel in rekening genomen worden in de mate waarin ze bijdragen tot de continuïteit van de vennootschap, hetgeen uiteindelijk het gemeenschappelijke belang van de aandeelhouders bevordert.³⁸⁵

In beide modellen moet het bestuur zodoende rekening houden met een ruimer arsenaal aan belangen met als uiteindelijke doel het succes, resp. de continuïteit van de vennootschap en derhalve de verzekering van haar winstgevendheid voor de aandeelhouders. De belangen van de *stakeholders* zullen dus in aanmerking genomen worden waar en wanneer dit de aandeelhoudersbelangen ten goede komt. Dit leidt tot de conclusie dat de klemtoon zowel in het Verenigd Koninkrijk als in België op deze laatste blijft liggen.³⁸⁶

3.2.1.4. De afdwingbaarheid

137. Zowel met de nieuwe *Companies Act* en haar *section 172* als met het arrest van het Hof van Cassatie in kwestie wordt de aandacht van het vennootschapsbestuur voor andere belanghebbende partijen dan de aandeelhouders opgedreven.³⁸⁷

138. Een laatste opvallende gelijkenis tussen beide *enlightened shareholder*-modellen is de afwezigheid van een actiemiddel voor de betrokken partijen zelf om deze inzet vanwege het bestuur ook echt te bekomen.

In het Verenigd Koninkrijk beschikken, van alle partijen met een belang bij de vennootschap, enkel de aandeelhouders over een actiemiddel om de aandacht voor de *stakeholders* en hun belangen bij het bestuur af te dwingen.³⁸⁸ Aanvullend hierbij heeft het bestuur daarenboven de verplichting om een *business review* in zijn rapport te voorzien. Deze review heeft als doel het inlichten van de aandeelhouders omtrent o.a. de wijze waarop het bestuur zorg aan de stakeholdersbelangen, zoals voorgeschreven door

³⁸⁴ A., KEAY, "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More: Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 44.

³⁸⁵ D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 861.

³⁸⁶ W., SHUANGGE, *Shareholder Primacy and Corporate Governance. Legal aspects, practices and future directions*, London, Routledge, 2013, 151; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 859.

³⁸⁷ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 157 en 276-277.

³⁸⁸ Cf. hun *derivative claim* onder *section 260* van de *Companies Act 2006*; S., ANDREADAKIS, "Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?" in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 425.

artikel 172, heeft besteed.³⁸⁹ De bestuurders kunnen de stakeholdersbelangen zodoende niet langer zonder meer naast zich neerleggen en bijgevolg winnen deze belangen via *section* 417 aan zichtbaarheid en aan geldingskracht. Hoewel dergelijke *business review* in wezen enkel tot de aandeelhouders is gericht, kan het de afdwingbaarheid van de stakeholdersbelangen derhalve wel degelijk ten goede komen, zij het slechts op een indirecte manier.³⁹⁰

Het Belgische *enlightened shareholder*-model vindt, vooralsnog, enkel bevestiging in de rechtspraak van het Hof van Cassatie. Het betreft, zoals eerder aangegeven, een principearrest waarbij het Hof voor het eerst een duidelijk standpunt inneemt i.v.m. het vennootschapsbelang en de inhoud die aan dit begrip toekomt. Zoals het woord "principearrest" zelf duidelijk aangeeft, wordt een beginsel geponeerd of, zoals in de onderhavige uitspraak, een rechtstheoretische discussie principieel beslecht. Voor de verdere, concrete uitwerking van dit model zullen we in de toekomst dan ook moeten uitkijken naar de rechtspraak en de rechtsleer in reactie op dit arrest.

Daar aan het betrokken arrest heden enkel een precedentwaarde toegekend kan worden, kan tot nader order de inzet van het bestuur voor de andere *stakeholders* en hun belangen dus ook naar dit model niet afgedwongen worden door deze partijen zelf.

3.2.2. Slotbeschouwingen bij deze vergelijking

139. De jongste financieel-economische crisis heeft in verschillende landen en rechtsstelsels een kritische reflectie op het *shareholder primacy*-denken teweeg gebracht, waarbij het postulaat en de fundamenteën van dit model ernstig in vraag werden gesteld. Het resultaat van deze beschouwing is vandaag, zowel in het Verenigd Koninkrijk als in België, een meer genuanceerde visie op *corporate governance* die onder de noemer *enlightened shareholder*-denken geplaatst wordt.³⁹¹

Met enerzijds het *enlightened shareholder value*-model dat hoofdzakelijk door artikel 172 van de *Companies Act* van 2006 formeel in het Britse recht werd geïntroduceerd en met anderzijds de bevestiging door het Hof van Cassatie in 2013 van de moderne opvatting omtrent het vennootschapsbelang, werd dit nieuwe perspectief inderdaad duidelijk bekrachtigd.

³⁸⁹ Art. 417 *Companies Act* 2006; A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 145.

³⁹⁰ A., KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 157 en 276-277.

³⁹¹ X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 178-179.

Hoewel de aanpak in beide landen in wezen aandeelhoudergecentreerd blijft³⁹², wordt er van het bestuur immers wel aandacht en inzet verwacht voor de belangen van de *stakeholders* die van invloed zijn op de waarde en de winstgevendheid van de vennootschap op langere termijn.³⁹³ Het is net deze nieuwe, meer inclusieve dimensie die aan de *shareholder primacy*-basisidee wordt toegevoegd en die maakt dat deze *enlightened shareholder value*-modellen *corporate governance* in een ander daglicht stellen. Zodoende wordt er afgestapt van het zuivere *shareholder primacy*-dogma en kan er, ondanks de blijvende klemtoon op de aandeelhouders, verder gekeken worden dan deze partijen en hun onmiddellijke belangen. Zulke visie zal de duurzaamheid en de efficiëntie van de vennootschap en, uiteindelijk, haar waarde op de langere termijn ten goede komen, waar uitiem alle betrokken partijen wel bij varen.³⁹⁴

140. In deze zoektocht naar een nieuw evenwicht tussen de hegemonie van de aandeelhouders en de belangen van de andere *stakeholders* bij het bestuur van vennootschappen in België en het Verenigd Koninkrijk en in de ontwikkelingen waartoe zij aanleiding heeft gegeven, vallen er een aantal parallellen op. Aan beide zijden van het Kanaal resulteerde deze reflectie immers in het behoud van de *shareholder primacy*-basisidee in combinatie met een meer inclusieve, stakeholdergerichte benadering.

Op het niveau van het mondiale *shareholder primacy*-debat drijven beide landen derhalve niet al te ver weg van deze centrale idee, maar ze zetten alleszins wel een stap van bij *shareholder primacy pur sang* vandaan.

³⁹² V., HARPER HO, " "Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide", *Journal of Corporation Law* 2010, 96; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 856.

³⁹³ S., ANDREADAKIS, "Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?" in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 422-424.

³⁹⁴ M.C., JENSEN, "Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function", *European Financial Management* 2001, 309-310.

Conclusie

141. Waar de *shareholder primacy*-visie, ondanks haar juridisch onzekere basis voordien aan momentum en aanzien won, werden na de eeuwwisseling haar postulaat en grondslagen uiteindelijk toch steeds meer in vraag gesteld. Uiteraard heeft de recentste financieel-economische crisis de reflecties omtrent het doel van de vennootschap in een stroomversnelling gebracht en de controverse aangewakkerd.³⁹⁵ Daarenboven hebben de gebeurtenissen die het financiële systeem in de herfst van 2008 wereldwijd aan de rand van de afgrond brachten ongetwijfeld een grote invloed gehad op deze beschouwingen.³⁹⁶ Heden is dit debat nog steeds wereldwijd actueel en wordt er in vele verschillende rechtsstelsels gezocht naar een adequate oplossing voor deze omstreden kwestie.³⁹⁷

Ook in België is zulk debat al sinds jaren aan de gang. In het tweede hoofdstuk werd duidelijk dat deze discussie in ons rechtsstelsel gevoerd wordt aan de hand van het vennootschapsbelang.³⁹⁸ In deze voorstelling komen de *shareholder primacy*-idee en de stakeholderbenadering overeen met de klassiek enge, resp. de ruime opvatting omtrent het vennootschapsbelang en omgekeerd.

142. Op 28 november 2013 deed het Hof van Cassatie een uitspraak waarin het voor het eerst een duidelijke omschrijving gaf van het vennootschapsbelang en waarmee het Hof de modern enge opvatting onderschreef. Voor een preciezere inschatting van de concrete impact die deze beslissing op het Belgische vennootschapsrecht zal hebben, moet allicht haar navolging afgewacht worden. Desalniettemin kan toch, zij het met de nodige reserves, gesteld worden dat er door deze uitspraak in België een *corporate governance*-aanpak van het *enlightened shareholders*-type werd geïntroduceerd.

Deze aanpak vertoont opvallende gelijkenissen met zijn Britse tegenhanger die daar relatief recent werd ingevoerd door middel van de nieuwe *Companies Act*.

Onder de verschillende parallellen tussen beide modellen valt onmiddellijk het behoud, of eerder de uitdrukkelijke bevestiging van een aandeelhoudergecentreerde visie op. Zowel in België als in het Verenigd Koninkrijk wordt aan deze basisidee evenwel een nieuwe dimensie toegevoegd die een zgn. *enlightened* element in zich draagt. Dit element bestaat uit de aandacht voor andere *stakeholders* en hun belangen die, al dan niet

³⁹⁵ D., WILLERMAIN, "Les pouvoirs des dirigeants d'entreprise, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes: état des lieux et réflexions" in Y., DE CORDT (ed.), *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 123 en 140.

³⁹⁶ A., DIGNAM en J., LOWRY, *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 440; X., DIEUX, "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 157.

³⁹⁷ M., GELTER en G., HELLERINGER, "Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors' Duties Really Owed?", *ECGI Working Paper Series in Law* 2014, WP 255/2014, 22.

³⁹⁸ F., VINCKE, "The Corporate Governance Debate in Belgium" in X., DIEUX (ed.), *Legal Tracks, Essays on contemporary corporate and finance law*, Brussel, Bruylant, 2003, 14; D., WILLERMAIN, "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 856.

openlijk, van het vennootschapsbestuur verwacht wordt. Ondanks deze belangrijke nieuwe nuancering van de aandeelhoudergecentreerde benadering, blijft men ook na een herbronning in beide landen toch relatief dicht bij de *shareholder primacy*-idee.

143. Niettegenstaande deze theoretische getrouwheid aan het *shareholder primacy*-denken doen we in België een merkwaardige vaststelling. De toepassing op een feitengeheel van de modern enge, *enlightenend* omschrijving van het vennootschapsbelang volgens het Hof van Cassatie, leidt immers tot hetzelfde nettoresultaat als de toepassing van de ruime opvatting die *nota bene* als de evenknie van de stakeholdertheorie in België gezien kan worden.

Dit is geen toeval maar berust op het gegeven dat de partijen die het bestuur volgens de modern enge en de ruime opvatting concreet in aanmerking moet nemen, zoals aangetoond in hoofdstuk 2, feitelijk dezelfde zijn. Hierin ligt overigens ook de verklaring voor het feit dat de klassiek enge definitie in de praktijk wel tot een verschillend resultaat leidt.

Dit bijkomende aspect "aandacht voor andere *stakeholders*", in de modern enge opvatting verwoord als "belangen van de toekomstige aandeelhouders", lijkt theoretisch dus niet al te zeer af te wijken van het *shareholder primacy*-standpunt. In de praktijk neigt het nettoresultaat van deze benadering van het vennootschapsbelang echter veeleer naar dat van de stakeholdertheorie, de intellectuele tegenhanger van *shareholder primacy*. Deze constatering is op zijn zachtst gezegd opmerkelijk en geeft aanleiding tot de conclusie dat eng inderdaad niet steeds eng blijkt.

Bibliografie

Rechtspraak

België

- Cass. 31 mei 1957, *Pas.* 1957, 1176.
- Cass. 28 november 2013, *TRV* 2014, 286-288.
- RvS (10e k.) 7 december 2015, nr. 233/147.
- Brussel 1 maart 1988, *TRV* 1988, 115-131.
- Brussel 12 december 2008, *JLMB* 2009, 388-408.
- Rb. Antwerpen 25 juni 1981, *Pas.* 1982, 66.
- Kh. Gent 11 januari 1902, *RPS* 1903, 149.
- Kh. Luik 26 november 2013, *TRV* 2014, 319-327.
- Vred. Brugge 29 september 1997, *T. App.* 1998, 32.

Internationaal

- Alexander v. Automatic Telephone Co., [1900] 2 *Ch.* 56 (VK).
- Supreme Court of Michigan, Dodge v. Ford Motor Co., 170 *N.W.* 668 (VS). (1919)
- Smith and Fawcett Ltd., [1942] *Ch.* 304 (VK).
- Greenhalgh v. Arderne Cinemas, [1951] *Ch.* 286 (VK).
- W & M Roith Ltd., [1967] 1 *WLR* 432 (VK).
- Illinois Appellate Court, Shlensky v. Wrigley, 237 *N.E.2d* 776 (VS). (1968)
- Fulham Football Club Ltd. v. Cabra Estates plc., [1994] 1 *BCLC* 363 (VK).

Rechtsleer

Boeken

ANDREADAKIS, S., "Enlightened Shareholder Value: Is It the New Modus Operandi for Modern Companies?" in BOUBAKER, S., e.a. (eds.), *Corporate Governance, Recent Developments and New Trends*, Heidelberg, Springer, 2012, 415-432.

BAINBRIDGE, S.M., *The new Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008, 241 p.

BAINBRIDGE, S.M., *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, Oxford University Press, 2012, 320 p.

- BALLON, G.L., GEENS, K. en STUYCK, J., *Handels- en vennootschapsrecht*, Antwerpen, Kluwer, 1999, xxiv + 388 p.
- BERLE, A. en MEANS, G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932, xiii + 396 p.
- BRAECKMANS, H. en HOUBEN, R., *Handboek Vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, xlii + 924 p.
- CORNELIS, L., "De aansprakelijkheid van bestuurders van vennootschappen in groepsverband" in BIRON, H. en DAUW, C. (eds.), *Aspecten van de ondernemingsgroepen*, Antwerpen, Kluwer, 109-193.
- DE CORDT, Y., *L'intérêt social comme vecteur de la responsabilité sociale*, Louvain-la-Neuve, Bruylant-Academia, 2008, 145 p.
- DE WULF, H., *Taak en loyaliteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Universiteit Gent, 2001, 621 p.
- DIEUX, X., "Shareholdership v. stakeholdership: what else?" in *Droit, morale et marché*, Brussel, Bruylant, 2013, 149-180.
- DIGNAM, A. en LOWRY, J., *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2012, 515 p.
- DIRIX, E., STEENNOT, R. en VANHEES, H., *Handels- en economisch recht in hoofdlijnen*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 537 p.
- EASTERBROOK, F. en FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 384 p.
- FORIERS, P.A. en FRANÇOIS, A., "Een nieuwe kijk op enkele klassieke dichotomieën in het vennootschapsrecht/Un nouveau regard sur quelques dichotomies classiques en droit des sociétés" in X., *De modernisering van het vennootschapsrecht/La modernisation du droit des sociétés*, Brussel, Larcier, 2014, 27-62.
- FRANÇOIS, A., *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht: inhoud en grondslagen*, Antwerpen, Intersentia, 1999, XXIII + 795 p.
- FRANÇOIS, A. en BYTTEBIER, K., "For-profit or not-for-profit? That's the question. Profit maximization in Company Law: Myth or (Legal) Reality?" in Cornelis, L., *Finance and Law: Twins in Trouble*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 223-252.
- FRANÇOIS, A., "Eng is niet steeds eng: het vennootschapsbelang eindelijk gedefinieerd!" in ALOFS, E., CASMAN, H. en VAN DEN BOSSCHE, A. (eds.), *Liber amicorum André Michielsens*, Mechelen, Wolters Kluwer, 2015, 340-356.
- FREEMAN, R., *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984, xii + 276 p.

- GEENS, K. en WYCKAERT, M., *Beginnelsen van Belgisch privaatrecht IV, Verenigingen en vennootschappen, Deel II, De vennootschap, A. Algemeen deel*, Mechelen, Kluwer, 2011, 934 p.
- GOERGEN, M., "International Corporate Governance", Harlow, Pearson, 2012, 311.
- GOLLIER, J. M., "Le dirigeant et la responsabilité sociétale de l'entreprise" in DE CORDT, Y. (ed.), *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 295-330.
- GREENFIELD, K., *The Failure of Corporate Law: Fundamental Flaws and progressive Possibilities*, Chicago, The University Of Chicago Press, 2006, 300 p.
- HEENEN, J., "L'intérêt social" in X., *Liber Amicorum Paul De Vroede*, Diegem, Kluwer, 1994, 891-899.
- HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, Antwerpen, Intersentia, 2014, xviii + 480 p.
- HENDERSON, M.T., "Everything Old Is New Again: Lessons From Dodge v. Ford Motor Company" in RAMSEYER, J., *Corporate Law Stories*, New York, Foundation press, 2009, 37-76.
- KEAY, A., *The corporate objective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2011, x + 346 p.
- KEAY, A., *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Londen, Routledge, 2012, 304 p.
- MALHERBE, J., DE CORDT, Y., LAMBRECHT, P. en MALHERBE, P. (eds.), *Droit des sociétés Précis*, Brussel, Bruylant, 2009, 1498 p.
- MAYSON, S., FRENCH, D. en RYAN, C., *Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2008-2009, 747 p.
- PARKINSON, J. E., *Corporate Power and Responsibility. Issues in the Theory of Company Law*, Oxford, Clarendon Press, 1993, 464 p.
- PATTYN, J., *Aandeelhoudersovereenkomsten: overdrachtsbeperkingen en stemafspraken in een niet-publieke NV*, Gent, Larcier, 2012, 183 p.
- POSNER, R., *Economic Analysis of Law*, Boston, Little, Brown and Company, 1986, 666 p.
- ROE, M., *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 1994, 324 p.
- RONSE, J., *Algemeen deel van het vennootschapsrecht*, Leuven, Uitgeverij Acco, 1975, 530 p.
- SHUANGGE, W., *Shareholder Primacy and Corporate Governance. Legal aspects, practices and future directions*, London, Routledge, 2013, 250 p.

- STOUT, L., *The Shareholder Value Myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, San Fransisco, Berret-Koehler Publishers, 2012, vi + 134 p.
- TAS, R., *Winstuitkering, kapitaalvermindering en –verlies in de nv en bvba*, Kalmthout, Biblo, 2003, 684 p.
- TIEST, R., *Vademecum voor de vennootschap 2004*, Antwerpen, Intersentia, 2004, 726 p.
- TILLEMAN, B., *Lastgeving in Algemene Praktische Rechtsverzameling*, Deurne, Story-Scientia, 1997, 396 p.
- TILQUIN, T. en SIMONART, V., *Traité des sociétés*, Diegem, Kluwer Editions Juridiques, 1996, xvi + 939 p.
- VAN DE GEHUCHTE, D., "Beschouwingen over het vennootschapsbelang en zijn Corporate Governance problematiek" in WAUTERS, K., *Feestbundel Monard-D'Hulst 20 jaar: diversiteit in eenheid*, Brussel, Larcier, 2010, 209-221.
- VAN GERVEN, W., "Van de Generale naar Fortis" in FAURE, M. en RAUWS, W. (eds.), *Recente ontwikkelingen in het arbeids-, economisch, straf- en familierecht: huldeboek voor Mr. Jos Van Goethem*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 63-75.
- VERBEKE, A.L., ARTESCHENE, I., BRULEZ, P., PORTUGAELS, N. en SWENNEN, J., *Bijzondere overeenkomsten in kort bestek*, Antwerpen, Intersentia, 2013, 316.
- VINCKE, F., "The Corporate Governance Debate in Belgium" in DIEUX, X. (ed.), *Legal Tracks, Essays on contemporary corporate and finance law*, Brussel, Bruylant, 2003, 3-36.
- WÉRY, P., *Droit des contrats: le mandat*, Brussel, Larcier, 2000, 341 p.
- WILLERMAIN, D., "Les pouvoirs des dirigeants d'entreprise, spécialement des administrateurs de sociétés anonymes: état des lieux et réflexions" in DE CORDT, Y. (ed.), *Le statut du dirigeant d'entreprise*, Brussel, Larcier, 2009, 123-174.
- WYMEERSCH, E., "The Corporate Governance Discussion in Some European States" in PRENTICE, D.D. and HOLLAND, P.R.J. (eds.), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press, 1993, 3-23.

Artikelen

- BERLE, A., "Corporate Powers as Powers in Trust", *Harvard Law Review* 1931, 1049-1074.
- COOREMAN, N., "Opschorting van een besluit van de algemene vergadering en contractuele compensatie: overdadig eigenbelang duurt nooit lang", *TRV* 2014, 327-338.
- CLOTTENS, C., "Can't buy me love? – Over de beloning van trouwe aandeelhouders", *TRV* 2013, 7-15.

- DALLAS, L., "Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance", *The Journal of Corporation Law* 2012, 264-363.
- DE CORDT, Y., "Les stakeholders dans les Codes de Corporate Governance", *RPS* 2005, 54-93.
- DE CORDT, Y., "Les enjeux de l'affaire « Fortis »", *RPS* 2009, 351-365.
- DELVOIE, J., "La théorie de l'organe en droit privé belge: le temps est venu de tourner la page", *RPS* 2012, 5-67.
- DELVOIE, J. en CLOTTENS, C., "Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares", *Law and Financial Markets Review* 2015, 19-28.
- DODD, M., "For Whom are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review* 1932, 1145-1163.
- FISCH, J., "Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy", *The Journal of Corporation Law* 2006, 637-674.
- FORIERS, P. A., "Spécialité légale –Spécialité statutaire et but de lucre. Quelques observations sur l'arrêt de la Cour de cassation du 30 septembre 2005" (noot onder Cass. 30 september 2005), *TBH* 2006, 1029-1034.
- FRANÇOIS, A., "Libéralité et spécialité légale: un cadeau empoisonné?" (noot onder Cass. 30 september 2005), *RPS* 2010, 213-228.
- FRANKIGNOUL, L., "La crise bancaire de 2008, de Cleveland à Bruxelles", *RFDL* 2009, 601-612.
- FRIEDMAN, M., "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine* September 1970.
- GEENS, K., "Het toegestaan kapitaal als afweermecanisme tegen overvallen: het wettig belang van de "bieder" (Cerus) en het vennootschapsbelang van de "doelwitvennootschap" (GMB)", *TRV* 1988, 133-142.
- GEENS, K., "De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouder tegen door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies", *TPR* 1989, 33-89.
- GELTER, M., "The Dark Side of Shareholder Influence: Toward a Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance", *ECGI Working Paper Series in Law* 2008, WP 096/2008.
- GELTER, M., en HELLERINGER, G., "Lift not the Painted Veil! To Whom are Directors' Duties Really Owed?", *ECGI Working Paper Series in Law* 2014, WP 255/2014.
- GLANSDORFF, B., "Interventions nouvelles du juge en droit des sociétés", *DAOR* 1989, 21-30.
- GOLLIER, J.M., "Observations – L'intérêt social", *RPS* 2014, 46-63.

- HANSMANN, H. en KRAAKMAN, R., "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal* 2001, 439-472.
- HARPER HO, V., "'Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide", *Journal of Corporation Law* 2010, 61-111.
- JENNE, F., "Welke sancties in geval van overschrijding van de wettelijke en de statutaire specialiteit en de miskenning van het vennootschapsbelang?", *TRV* 2002, 388-391.
- JENSEN, M. C. en MECKLING, W., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 305-360.
- JENSEN, M. C., "Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function", *European Financial Management* 2001, 297-317.
- KAHAN, M. en ROCK, E.B., "Hedge Funds in corporate governance and corporate control", *University of Pennsylvania Law Review* 2007, 1021-1093.
- KEAY, A. "Tackling the Issue of the Corporate Objective : An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach' ", *Sydney Law Review* 2007, 577-612.
- KEAY, A., "Ascertaining the corporate objective: an entity maximization and sustainability model", *Modern Law Review* 2008, 663-712.
- KEAY, A., "Getting to Grips with the Shareholder Value Theory in Corporate Law", *Common Law World Review* 2010, 358-378.
- KEAY, A., "Shareholder Primacy in Corporate Law : Can it Survive ? Should it Survive?", *European Company and Financial Law Review* 2010, 369-413.
- KEAY, A., "Moving Towards Stakeholderism? Enlightened Shareholder Value, Constituency Statutes and More : Much Ado About Little?", *European Business Law Review* 2011, 1-49.
- LAZONICK, W. en O'SULLIVAN, M., "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society* 2000, 13-35.
- MAGNUS, F., "Appréciation des contours de l'intérêt social: regard critique à travers les enseignements tirés des notions d' « intérêt de groupe » et d' « avantages anormaux ou bénévoles », *RPS* 2011, 324-398.
- NELISSEN-GRADE, J.M., "De la validité de l'exécution de la convention de vote dans les sociétés commerciales", *RCJB* 1991, 214-257.
- PATTYN, J., "Goede afspraken maken goede aandeelhouders", *Not.Fisc.M.* 2015, 162-181.
- SIEMS, M., "Shareholders, Stakeholders and the 'Ordoliberalism'", *European Business Law Review*, 2002, 147-159.

- STOUT, L. , "Bad and not-so-bad arguments for shareholder primacy", *Southern California Law Review* 2002, 1189-1210.
- STOUT, L. , "The toxic side effects of shareholder primacy", *University of Pennsylvania Law Review* 2003, 2003-2023.
- STOUT, L. , "Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford", *Virginia Law & Business Review* 2008, 163-190.
- SUNDARAM, A.K. en INKPEN, A.C., "The corporate Objective Revisited", *Organization Science* 2004, 350-363.
- VANANROYE, J., "Ook de enige vennoot heeft altijd gezelschap", *TRV* 2014, 425-426.
- VANANROYE, J., "De parabel van het afgesneden worstje (of: het winstoogmerk)", *TRV* 2015, 482-489.
- VAN GERVEN, D., "Kroniek Vennootschapsrecht 2013-2014", *TRV* 2014, 555-603.
- VAN OMMESLAGHE, P. en DIEUX, X., "Examen de jurisprudence (1979 à 1990), les sociétés commerciales", *RCJB* 1993, 639-824.
- WILLERMAIN, D., "L'intérêt social selon la Cour de cassation: 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits'?", *TBH* 2014, 855-865.
- WILLIAMS, C. en CONLEY, J., "An Emerging Third Way – The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct", *Cornell International Law Journal* 2005, 493-551.
- WILLIAMS, R., "Enlightened shareholder value in UK company law", *UNSW Law Journal* 2012, 360-377.
- WYMEERSCH, E., "Shareholders in action", *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2007-03.
- WYMEERSCH, E., "Shareholder after the crisis", *Financial Law Institute*, Universiteit Gent, WP 2009-12.

Varia

- Verslag namens de commissie "ad hoc" handelsvennootschappen uitgebracht door de heren Verhaegen en Bayenet, *Parl.St.* Senaat 1990-1991, nr. 1107-3.
- Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (the Cadbury Report), 1 december 1992, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

- Verslag namens de commissie belast met de problemen inzake handels- en economisch recht, uitgebracht door de heren Knoops en de Vlieghe, *Parl.St.* Kamer 1992-1993.
- Verslag namens de bijzondere commissie (handelsvennootschappen) door de heren Vandenberghe, Stroobant en Laverge, *Parl.St.* Senaat 1993-1994, nr. 1086-2.
- The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf>.
- The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy: developing the Framework, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20121029131934/http://www.berr.gov.uk/files/file23248.pdf>.
- Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe (4 november 2002), http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf.
- Aspen Institute, Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management, 9 september 2009, https://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/docs/pubs/overcome_short_state0909_0.pdf.
- Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law (5 april 2011), http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf
- Persbericht (20 februari 2012) van de Europese Commissie: Europees vennootschapsrecht: hoe verder?
- The Kay review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, juli 2012, https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf.
- Persbericht(12 december 2012) van de Europese Commissie: Commissie is van plan Europees vennootschapsrecht en corporate governance te moderniseren.
- Actieplan (Comm.) European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, 12 december 2012, COM2012(740)def.
- Hof van Cassatie van België, Jaarverslag 2013, <http://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/cass2013nl.pdf>.