

**DE DRIE ORDES VAN DE NA-OORLOGSE  
EUROPESE CORPORATE GOVERNANCE**

**WP 2024-05**

**Hans De Wulf**

Financial Law Institute

**Working Paper Series**





WP 2024-05

Hans De Wulf

## De drie ordes van de na-oorlogse Europese Corporate Governance

*"In deze erg essayistische, niet streng-wetenschappelijke tekst ontplooi ik enkele mijmeringen over de grote corporate governance-thema's in Europa van de afgelopen 70 jaar. Geïnspireerd door een Amerikaans historicus (Gary Gerstle) onderscheid ik drie tijdvakken oftewel "governance ordes": de naoorlogse periode tot eind de jaren '70 als het tijdperk van de controlerende aandeelhouders en hun technocratische managers, de neoliberale jaren '80 als een overgangperiode waarin de eerste kiemen van voor de dominantie van de shareholder value in de jaren 1990-2010 -de tweede orde- werden gelegd, en sinds ongeveer 2016 de doorbraak van een stakeholder/ESG-orde (in Europa, niet echt in de VS). Deze tekst werd in de eerste dagen van december 2023 geschreven, nog voor de manoeuvres (vanaf januari 2024) van verschillende EU lidstaten om allerlei EU-wetgeving die als belastend voor bedrijven wordt ervaren, te proberen tegenhouden ondanks eerder bereikte politieke compromissen. Ondanks de backlash die in Europa ook gaande is tegen "stakeholderism", de Green Deal en aanverwanten, ben ik ervan overtuigd dat de nieuwe evoluties niet onmiddellijk omkeerbaar zijn – CSRD zal men niet direct terugdraaien, om maar iets te zeggen, en ook zonder CSDDD zullen grote ondernemingen met supply chain due diligence geconfronteerd worden- zodat we in Europa de komende jaren niet alleen in een meer ESG-gericht klimaat zullen leven, maar ook de impact zullen blijven voelen van de tegenover 2015 gewijzigde geopolitieke situatie die onder meer een subsidiestroom voor bepaalde "strategische" industrieën met zich meebrengt, maar ook meer regulering voor sommige van die bedrijfstakken, en wat neerkomt op overheidsingrijpen op de overnamemarkt. Eén van de overkoepelende "boodschappen van deze -ik herhaal het: erg impressionistische- tekst is dat corporate governance-ontwikkelingen onmiskenbaar samenhangen met het algemene politieke en economische klimaat. Rechtenstudenten die in corporate law geïnteresseerd zijn, zouden daarom ook wat meer belangstelling voor die politieke en economische ontwikkelingen moeten tonen dan zij doorgaans aan de dag leggen."*

The author welcomes your comments at [hans.dewulf@ugent.be](mailto:hans.dewulf@ugent.be).

The entire working paper series can be consulted at [www.fli.ugent.be](http://www.fli.ugent.be).



Hans De Wulf

Financial Law Institute, UGent

### Inleiding

Corporate governance – het onderzoek naar de gespannen samenwerking tussen verschillende groepen belanghebbenden (“stakeholders”) bij vennootschappen en de met hen verbonden ondernemingen, in het licht van de onderling strijdige belangen en preferenties die die belangengroepen hebben – zou kunnen omschreven worden als de praktijk van en het onderzoek naar ondernemingspolitiek. Het is dan ook niet verwonderlijk dat corporate governance-evoluties onmiskenbaar samenhangen met evoluties in het politieke en sociaal-economische klimaat binnen een maatschappij. Die evoluties kunnen in tijdvakken ingedeeld worden. De Amerikaanse politologisch georiënteerde historicus Gary Gerstle heeft geargumenteed dat het nuttig en wetenschappelijk verantwoord is in de Amerikaanse geschiedenis opeenvolgende politieke “ordes” te onderscheiden. Tussen ongeveer 1930-1980 heerste in de VS de *New Deal Order*, terwijl tussen 1970 en 2020 de “Neoliberal Order” tot ontwikkeling kwam en tussen ongeveer 1990 en 2010 sterk dominant was, tot zij tussen 2015 en 2020 tot een einde kwam.<sup>1</sup> Uiteraard betekent de dominantie van een geheel van politieke

---

<sup>1</sup> Zie Gary Gerstle, *The Rise and Fall of the Neoliberal Order. America and the World in the Free Market Era*, Oxford, OUP, 2022, met op p. 2-3 een inleiding op het idee van een politieke orde zoals Gerstle dat samen met Jim Fraser ontwikkeld had als editor van een eerder boek (*The Rise and Fall of the New Deal Order*, Princeton University Press); en op p. 4-9 een overtuigend betoog over waarom het terecht en beter is die Amerikaanse politieke orde “neoliberaal” te noemen eerder dan “conservatief”, wat volgens Gerstle onder Amerikaanse politieke analisten een meer gebruikelijk label is. Gerstle schrijft dat “The phrase “political order” is meant to connote a constellation of ideologies, policies and constituencies that shape American politics in ways that endure beyond the two-, four-, and six-year election cycles”, dat dergelijke orde voor een “distinctive program of political economy” staat, en meestal tot een einde komt door een economische crisis, zoals de stagflatie van de jaren 1970 het einde van de “New Deal order” betekende, en de “Great recession” van 2008-2009 het begin betekende van de afbrokkeling van de neoliberale orde gedurende de jaren 2010. Hij wijst er ook op dat “a key attribute of a political order is the ability of its ideologically dominant party to bend the opposition party to its will” en geeft als illustratie dat de Republikeinse president Eisenhower berustte in de verworvenheden van de New Deal (jaren '50), terwijl de Democraat Clinton de centrale beginselen van het neoliberalisme aanvaardde (jaren '90). Voor Europa zou men op de houding van de socialistische premiers Tony Blair en Gerhard Schröder (onder vele anderen) tegenover het neoliberalisme kunnen wijzen. Een intellectuele geschiedenis (focussend op de ideeën(makers) die werkelijke invloed hadden op politieke machthebbers) van de politieke stromingen in Europa in de twintigste eeuw, inclusief het “Mont Pèlerin”-neoliberalisme, die ik aan iedere universiteitsstudent zou aanraden is Jan-Werner Müller *Contesting Democracy. Political Ideas in Twentieth-Century Europe*, Yale University Press, 2011, 281 p.



ideeën niet dat tegenstromingen ontbreken, en ideeën die onder machts politici dominant zijn gedurende pakweg drie decennia vinden vaak hun oorsprong vele decennia eerder; hun impact verdwijnt uiteraard ook niet volledig op het moment dat de ideologie haar dominantie verliest. Maar het idee van een “dominante orde” lijkt me een nuttig, verantwoord analyse gereedschap, en kan ook op het corporate governance-gebeuren toegepast worden.

In dit essay wil ik uitleggen dat in het Amerikaanse en Europese corporate governance-gebeuren sinds de Tweede Wereldoorlog twee of drie “ordes” kunnen onderscheiden worden. Voor de Verenigde Staten van Amerika zijn dat de managerialistische en de aandeelhouderge focuste ordes, kortweg *managerialism* en *shareholderism*. Sinds ongeveer 2016 is duidelijk dat “shareholderism” in de VS onder druk staat van een derde mogelijke “orde”, waarin van genoteerde vennootschappen meer aandacht geëist wordt voor diversiteit en voor hun negatieve impact op het klimaat en eventueel ook mensenrechten, kortweg ESG-thema’s (*environmental, social en governance* -thema’s). Maar terwijl duidelijk is dat de VS onder Trump en Biden niet langer gekenmerkt worden door een neoliberaal, “Washington consensus” economisch beleid, is er op gebied van corporate governance als onderdeel van de ruimere Amerikaanse “culture wars” een zodanig intense “ESG backlash” aan de gang -het sterkst in door Republikeinen gedomineerde staten zoals Florida en Texas en bv. veel minder in California- dat ik het niet gerechtvaardigd zou vinden voor de VS van een tijdperk van “stakeholderism” te spreken. In Europa is dat anders. Tussen ongeveer 1990 en 2010 stond corporate governance ook in Europa in het teken van de creatie van “shareholder value”, in het kiezog van de VS waar die ideologie al in de jaren 1980 doorgebroken was. Maar sinds de financiële crisis van 2007-2009 en vooral sinds ongeveer 2016 is “shareholder value” als dominante governance-ideologie in Europa min of meer dood, en maken we de opkomst mee van een ESG-beweging die aandacht eist voor meer duurzame ondernemingen, die hun steen bijdragen aan het bestrijden van de klimaatopwarming en aandacht hebben voor het respectvol behandelen van werknemers en lokale bevolkingen doorheen gans hun wereldwijde waardeketen. Ook hiertegen bestaat in Europa een *backlash*, onder meer omdat sommigen erop wijzen dat een focus op ESG niet noodzakelijk gunstig is voor de wereldwijde concurrentiepositie van Europese bedrijven. Op maatschappelijk, politiek-cultureel, vlak worden de stemmen luider die erop wijzen dat al de recente aandacht voor de klimaatproblematiek dreigt te leiden tot een beleid dat nadelig is voor de positie van de economisch zwaksten in onze samenlevingen. Maar er zijn m.i. eind 2023 geen voldoende tekenen dat de rond 2016 doorgebroken, op externe stakeholders gerichte ESG-ideologie al op de terugweg is om de conclusie tegen te spreken dat we in Europa op weg zijn naar een “stakeholderist order”.



Terwijl zoals gezegd in de periode 1990-2010 zowel in Europa als de VS de focus lag op de creatie van wat men “aandeelhouderswaarde” noemt (waarde voor aandeelhouders), en ook het managerialisme in Europa invloedrijk was in de periode 1950-1980, ben ik toch van oordeel dat de periode 1950-1990 in de Europese corporate governance eerder moet gekenmerkt worden als het tijdperk van controlerende aandeelhouders. Die lieten de ontwikkeling van een strategie soms over aan het topmanagement, maar minstens de CEO werd feitelijk rechtstreeks door de controlerende aandeelhouderscoalitie geslecteerd, en de controlerende aandeelhouders (vaak families) waakten erover dat de ondernemingsroep in hun belang gerund werd. Zij moesten in sommige staten de structurele invloed van werknemers dulden, terwijl het vennootschapsrecht in gans West-Europa traditioneel ook in belangrijke mate gericht was op het beschermen van de belangen van contractuele schuldeisers, lees de banken die in Europa in de twintigste eeuw belangrijker zijn geweest voor de financiering van grote ondernemingen dan in de VS, waar de kapitaalmarkten inclusief de *equity markets* (aandelen) al vlug belangrijker werden dan kredietverlenende banken als financieringsbron voor grote ondernemingen. Europa is altijd meer “stakeholderist” geweest dan de VS, zij het dat tot voor kort de aandacht beperkt tot de “interne” stakeholders die werknemers en contractuele schuldeisers zijn. Maar overall in West-Europa werden de governance-praktijken van genoteerde vennootschappen in de periode 1950-1990 gedomineerd door controlerende aandeelhouders. Na 1990 verdween die invloed van controlerende aandeelhouders niet, maar werd toch duidelijk meer aandacht geëist voor de bescherming van de belangen van de “kleine aandeelhouder”, de pure belegger en de beleggingsfondsen die zijn beleggingen groeperen.

## **I. De eerste orde, 1950-1980: Managers en ouderwetse controlerende aandeelhouders**

### **1. De technocratie der managers beheerst het multidivisionele conglomeraat**

Na de Tweede Wereldoorlog, tot de jaren '80, domineerde het multidivisionele concern onder de grote en succesvolle Amerikaanse bedrijven. Schoolvoorbeelden waren General Electric en DuPont, paradigmatische ondernemingen wier organisatiestructuur gedetailleerd genalyseerd werden door economisch historicus Alfred Chandler en managementguru Peter Drucker.<sup>2</sup> Vele van die Amerikaanse reuzen waren multinationals die ook in West-Europa belangrijke vestigingen (juridisch vaak 100% dochtervennootschappen) openden. Het succes van deze Amerikaanse ondernemingen inspireerde ook puur Europese groepen om zich naar Amerikaans model te organiseren. Al deze Amerikaanse ondernemingen waren exponenten

---

<sup>2</sup> Bv. A. Chandler, *Strategy and structure: chapters in the history of American industrial enterprise*, 1962. Deze auteur beschreef de “managerial revolution” in het algemeen ook in *The visible hand: the managerial revolution in American business*, 1977.



van het “manageriële” model: zij hadden een verspreid aandeelhouderschap en werden in alle opzichten geleid door hun topmanagement: niet alleen de dagelijkse leiding, maar ook de ontwikkeling van de strategie, de financiering en het dividendbeleid werden bepaald door het topmanagement. De aandeelhouders hadden niet veel in de pap te brokken, en de raad van bestuur – officieel te beschouwen als belangenbehartigers (*agents*) van de aandeelhouders – evenmin. “Kerstboomversiering”<sup>3</sup>, zo konden bestuurders nog in de jaren ’80 aangeduid worden door een openhartige commentator die de toestand in de Verenigde Staten wou beschrijven.

In de jaren 1920 had Henry Ford een modern fabricagemodel voor massaproductie van consumentengoederen (in zijn geval uiteraard de lopende band voor auto’s) ontwikkeld, en vanaf de jaren ’30 hadden auteurs zoals Robinson en Burnham vastgesteld dat managers de macht hadden in succesvolle ondernemingen en de lof gezongen van dat model. Economie- en rechtenproffen Berle & Means stelden in hun bekende boek uit 1932, “The modern corporation and private property” ook vast dat de macht over ondernemingen in de VS bij de managers berustte, tengevolge van het verspreid aandeelhouderschap dat Amerikaanse ondernemingen toen al kenmerkte. Tegelijk, zo stelden Berle & Means vast, betekenden evoluties in het vennootschapsrecht dat dwingendrechtelijke precieze voorschriften (“rules”) die de belangen van de aandeelhouders vrijwaarden, geleidelijk aan afgeschaft waren, en vervangen, zelfs niet door *default* regels waarvan men in de statuten kon afwijken, maar omgekeerd door de loutere mogelijkheid om in de statuten maatregelen ter bescherming van minderheidsaandeelhouders op te nemen. Dit werd aangevuld met de overkoepelende “standard” van *fiduciary duties*, opgelegd aan de bestuurders, met daarin de algemene richtlijn de belangen van de aandeelhouders te behartigen. Maar volgens Berle & Means boden dergelijke “standards” aan de aandeelhouders veel minder bescherming tegen het bestuur dan dwingendrechtelijke “rules”.

In Europa is de “contractuele” evolutie van het vennootschapsrecht nooit zover gegaan als in de VS. Er zijn dwingende regels die de tussenkomst van de algemene vergadering van aandeelhouders eisen voor situaties waarbij in de verhoudingen tussen aandeelhouders wordt ingegrepen.<sup>4</sup> Wij kennen bv. nog steeds dwingend voorkeurrecht, wat voor de NV Europees

---

<sup>3</sup> “Ornaments on a corporate Christmas tree”, uitspraak toegeschreven aan de Britse ondernemer “Tiny” Rowland. Zie in het algemeen Jay Lorsch *Pawns or Potentates. The Reality of America’s Corporate Boards*, Harvard Business Review Press, 1989.

<sup>4</sup> Voor de NV zijn sommige van die regels binnen de EU geharmoniseerd. Voor de BV laat de EU de lidstaten vrij, maar in westelijk Europa stelt men vast dat nationale wetgevers de aandeelhouders daar doorgaans nog meer invloed geven dan in de NV (bv. in sommige landen, zoals prominent in Duitsland, mag de algemene vergadering van een GmbH juridisch bindende bevelen aan het bestuur geven). De verschillen in regulering lijken het grootst wat de coöperatieve betreft, die in vele landen niet als een



geharmoniseerd is.<sup>5</sup> Niet alleen de in Europa zo wijdverbreide controlerende aandeelhouders hechten daar belang aan, ook de beleggers in genoteerde vennootschappen willen het behouden zien, getuige de luide en succesvolle protesten van Britse beleggersverenigingen toen de Britse overheid overwoog om het voorkeurrecht voor genoteerde vennootschappen suppletief te maken. Daarnaast is welbekend dat de Tweede Vennootschapsrichtlijn (in 2017 opgegaan in de Gecoördineerde Richtlijn) niet alleen alle statutenwijzigingen maar ook alle ingrepen in het kapitaal van NVs, aan de algemene vergadering (en dus de aandeelhouders) voorbehoudt, zodat in Europa bv. inkopen van eigen aandelen, in tegenstelling tot in Delaware, de voorafgaande goedkeuring door de aandeelhouders vereisen.

Sommige van de meest succesvolle naoorlogse multidivisionele multinationals waren gediversifieerde conglomeraten. Dit gediversifieerd model werd ook door buitenstaanders positief geëvalueerd. De idee was dat verschillende afdelingen elkaar konden subsidiëren: indien het minder goed ging in de afdeling consumentenelectronica, ging het misschien wel nog goed in de afdeling vliegtuigbouw, en konden de winsten uit de vliegtuigbouw dus gebruikt worden om de consumentenelectronica-afdeling te helpen enkele moeilijke jaren te overbruggen. Verticale integratie via het concern zorgde voor uitschakeling van de markt en zorgde zo voor toegenomen controle van de onderneming doorheen haar bevoorradingsketen, wat zorgde voor meer zekerheid voor de toponderneming. Een grote onderneming kon door haar marktbeheersing en de vermelde interne subsidies werkzekerheid bieden aan zowel gewone werknemers als topmanagers. Sommigen konden ook “too big too fail” worden, ook al hadden geen “netwerk-systemische” betekenis zoals banken dat wel hebben. Een laat voorbeeld van “too big to fail” van een niet-systemische vennootschap was General Motors, dat onder de Obama-regering met overheidsmiddelen van het faillissement gered moest worden. De recente redding met overheidsmiddelen, door de Duitse regering, van een onderdeel van de Siemensgroep dat voor de Duitse energietransitie belangrijk wordt geacht, toont aan dat ernstige meningverschillen mogelijk zijn over welke bedrijven voor zulke overheidsredding in aanmerking zouden moeten komen -de Siemensgroep als geheel is immers uiterst winstgevend.<sup>6</sup> Voor de topmanagers van de gediversifieerde conglomeraten bood het systeem niet alleen werkzekerheid, maar mede door gebrek aan ernstige monitoring door een raad van bestuur, lekker vette vergoedingen. Een constante in het onderzoek naar topmanagementvergoedingen, van de jaren 1950 tot de financiële crisis van 2008, is dat de

---

vennootschap wordt beschouwd. In de Belgische CV heeft het bestuur “Delaware-achtige” bevoegdheden om aandelen uit te geven en in de rechten van de aandeelhouders in te grijpen.

<sup>5</sup> Zie bv. art. 72 van Richtlijn (EU) 2017/1132 aangaande bepaalde aspecten van vennootschapsrecht, 14 juni 2017, waarin onder meer de oorspronkelijke Tweede Vennootschapsrichtlijn geconsolideerd werd.

<sup>6</sup> Zie H. Eidenmüller en J.P. Valbuena, “Taxes blown in the wind? The Siemens Gamesa Bailout”, ECGI working paper, 12 december 2023.





omvang van die vergoeding in de eerste plaats bepaald wordt door de omvang van de geleide onderneming, en minder door haar winstgevendheid of andere prestatieindicatoren.

De Keynesiaanse econoom John Kenneth Galbraith kon voor de VS vaststellen, minstens beweren, dat in de jaren '70 aldaar een "New Industrial State" heerste waarbij een gezellige coalitie tussen management ("technocratie") en werknemers bestond die gericht was op het behoud van werkzekerheid voor beiden, zonder dat de belangen van aandeelhouders centraal stonden-en zonder dat van harde mededinging sprake was.<sup>7</sup>

## *2. In Europa beschermt de vennootschapswet ook schuldeisers en krijgen werknemers soms een governance-rol*

Ontegensprekelijk gold in het naoorlogse Europa model het Amerikaanse voorbeeld van het door managers "wetenschappelijk" geleide multidivisionele conglomeraat voor velen als navolgenswaardig voorbeeld. Maar de governance van grote of genoteerde West-Europese bedrijven (in Oost-Europa, aan de andere kant van het ijzeren gordijn, heersten onder invloed van het communisme andere organisatiemodellen) verschilde toch grondig van die van Amerikaanse. Controlerende aandeelhouders, inclusief "referentieaandeelhouders" die een minderheidsbelang hadden maar toch controle of grote invloed over de vennootschap uitoefenden, speelden een belangrijkere rol dan in de VS.<sup>8</sup> Publieke effectenmarkten, en vooral de aandelenbeurs, speelden een minder belangrijke rol in de financiering van grote ondernemingen dan in de VS, terwijl bankkredieten in Europa belangrijker waren (ook belangrijker dan schuldfinanciering via obligaties). En niet alleen hadden aandeelhouders als groep meer bevoegdheden dan in de V.S., althans op papier -een interessante vraag is of dit beïnvloed werd door de aanwezigheid van controlerende aandeelhouders- toch was het West-Europese governance model meer *stakeholder*-gericht dan in de VS. In alle West-Europese landen werd de bescherming van vennootschapschuldeisers als een opdracht voor het vennootschapsrecht gezien. Mijn (onbewezen en misschien wel onbewijsbare) overtuiging is dat dit mede te verklaren is door het grote belang van banken als financiers van vennootschappen in Europa. In vele landen was men van oordeel dat bescherming van werknemersbelangen ook via de governance-structuur van vennootschappen diende te verlopen, niet alleen via het sociaal recht dat gedragsregels aan werkgevers zou opleggen. De Duitse *Mitbestimmung* -die na de tweede wereldoorlog werd opgelegd door de Amerikanen als onderdeel van de "de-nazificering" van West-Duitsland en de "democratisering" van het

---

<sup>7</sup> J.K. Galbraith, *The New Industrial State*, Houghton Mifflin, 1967, 3de herziene editie 1978.

<sup>8</sup> Een van de eerste en meer zorgvuldige analyses van de aandeelhouderstructuur van genoteerde vennootschappen in een aantal Europese landen was Chr. Van der Elst, *Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen. Economisch-Juridische analyse*, Larcier, 2001.





bedrijfsleven die daarvoor nodig was, maar in 1976 fors werd uitgebreid door de Bondsrepubliek zelf- was en blijft slechts het bekendste en meest verregaande voorbeeld hiervan. Ook in Nederland hebben werknemersvertegenwoordigers via de medebeslissingsrechten van de ondernemingsraad, en diens adviesrecht over de evenwichtige (lees: niet enkel uit aandeelhoudermannetjes bestaande) raad van commissarissen bij structuurvennootschappen (ongeveer de 150 grootste NVs van Nederland), heel wat in de pap te brokken. Dat de natuurlijke grenzen van Frankrijk zich niet uitstrekken tot aan of voorbij de Rijn, wat Louis XIV zich ook moge ingebeeld hebben, wordt ook hierdoor geïllustreerd dat Frankrijk op gebied van werknemersinspraak nooit dit Rijnlandse model<sup>9</sup> heeft toegepast. Net zoals overigens in België hebben de Franse vakbonden nooit werknemersmedezeggenschap gewenst. Dit zou hen medeverantwoordelijk gemaakt hebben voor moeilijke beslissingen die raken aan de belangen van de werknemers -bv. herstructureringen gepaard met collectief ontslag, of in België het overslaan van een indexatie- wat niet paste in het confrontationele model dat in die landen lang overheerste.

Het stakeholder-model dat in West-Europa overheerste, resulteerde in de Rijnlanden dus in medezeggenschapsrechten voor werknemers. Dit is één reden waarom één van de kritieken van Lucian Bebchuk op *stakeholderism* en zijn verdedigers, namelijk dat al het gepraat over de belangen van stakeholders geen veranderingen in het gedrag van managers en bestuurders tot stand brengt als men de stakeholders geen invloed geeft op het statuut van de bestuurders (benoeming, ontslag, vergoeding, aansprakelijkheid), wel opgaat voor de VS -waar Bebchuk en co-auteurs hebben aangetoond dat de stakeholder-retoriek van sommige CEOs en de *purpose*-verklaringen van hun vennootschappen geen invloed hebben op het concrete gedrag van die CEOs, die exclusief blijven focussen op hun eigen belang en soms dat van aandeelhouders<sup>10</sup>- maar niet voor Rijnlands Europa -waar bijvoorbeeld de CEO van Volkswagen in 2022 tot ontslag werd gedwongen onder invloed van de werknemersvertegenwoordigers in de *Aufsichtsrat*.<sup>11</sup>

In Nederland en Duitsland werd de brede visie op de stakeholderbelangen die in de beslissingstructuur van de vennootschap vertegenwoordigd moesten zijn, ook weerspiegeld in een brede invulling van het vennootschapsbelang als leid-ster voor het bestuur, tot op

---

<sup>9</sup> Zoals ontwikkeld bij Michel Albert *Capitalisme contre capitalisme*, ed. du Seuil, Paris, 1991.

<sup>10</sup> Theoretisch grondlegend was L. Bebchuk en R. Tallarita, "The illusory promise of stakeholder governance", *Cornell Law Review*, Vol. 106, 2020, 91-178, maar de auteurs onderbouwden hun stelling empirisch in een reeks artikelen waaronder L. Bebchuk, K. Kastiel, R. Tallarita, "For whom corporate leaders bargain" *Southern California Law Review* 2021, Vol. 94, 2021, 1467-1560.

<sup>11</sup> See J. Miller, "Herbert Diess ousted as Volkswagen boss", *FT* July 22, 2022.



vandaag.<sup>12</sup> De alles bij elkaar recente, vandaag leidende *Cancun*-beschikking van de Hoge Raad is van oordeel dat het bestuur leiding geeft aan “de vennootschap en de met haar verbonden onderneming” en daarom alle bij de vennootschaps betrokken belangen moet behartigen.<sup>13</sup> In Duitsland bepaalt art. 14(2) van de Grondwet “Eigentum verpflichtet. Sein Gebrauch soll zugleich dem Wohle der Allgemeinheit dienen” en mede door die opvatting geïnspireerd, overheerst in Duitsland, minstens sinds de hervorming van het NV-recht in 1937- volle nazi-tijd- de overtuiging dat ondernemers “hun” onderneming niet alleen in hun eigenbelang mogen voeren, anders gezegd, dat het bestuur van de vennootschap die de onderneming draagt, zich moet laten leiden door een ruim begrepen, *stakeholderist* vennootschapsbelang<sup>14</sup>.

### 3. In Europa heerst de controlerende aandeelhouder

Een reëel verschil tussen Europa en de VS, zowel in de jaren 1960 als vandaag nog, ondanks enige convergentie van de modellen, is dat controlerende aandeelhouders (vaak een coalitie van zulke aandeelhouders) een grotere rol spelen, dat wil zeggen frequenter voorkomen, bij Europese genoteerde vennootschappen dan bij Amerikaanse. Ja, ook in de V.S. worden sommige van de grootste ondernemingen door families gecontroleerd, ja heel wat Silicon valley techbedrijven worden gecontroleerd door hun oprichters via meervoudig stemrecht<sup>15</sup>, en ja, vandaag zijn beleggingsfondsen van de grote *asset managers* regelmatig de grootste aandeelhouders in Amerikaanse vennootschappen en lijken ze (bij genoteerde vennootschappen) overal invloed te hebben omdat ze de ganze markt kopen.<sup>16</sup> Maar toch lijkt het weinig twijfel dat in Europa controlerende aandeelhouders nog meer invloed hebben -en de concentratie van aandelenbezit bij vermogensbeheerders overigens kleiner is, en zij corresponderend minder invloed hebben dan in de VS.<sup>17</sup> Dit heeft ongetwijfeld een impact op

---

<sup>12</sup> Zie voor Duitsland (vergeleken met Frankrijk) H. Fleischer, “Unternehmensinteresse und intérêt social: Schlüsselfiguren aktienrechtlichen Denkens in Deutschland und Frankreich” *ZGR* 2018, p. 703-734.

<sup>13</sup> “Cancun”, Hoge Raad 4 April 2014, *NJ* 2014/286, ann. P. van Schilfgaarde, *Ondernemingsrecht* 2014/101, ann. A.F.J.A. Leijten.

<sup>14</sup>H. Fleischer, voetnoot 11.

<sup>15</sup> Zie bv. de cijfers (voor 2020) op <https://lonerganpartners.com/blog/dual-class-stock-structure-companies-in-the-lsv150>.

<sup>16</sup> Bv. uit een uitgebreide literatuur L. Bebchuk and S. Hirst, “Big Three Power, and Why it Matters” *Boston University Law Review*, Volume 102, 2022, pp. 1547-1600.

<sup>17</sup> P. Mülbart, A. Sajnovits, “Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement”, ECGI Working Paper Series in Law No. 668/2022, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4297434](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4297434); J. Fichtner & E.M. Heemskerk, ‘The New Permanent Universal Owners: Index Funds, (Im)patient Capital, and the Claim of Long-termism’, 2018, <https://ssrn.com/abstract=2988937>.



de samenstelling van het bestuur en het topmanagementteam. De controlerende aandeelhouder zorgt er dan doorgaans voor dat hij de CEO rechtstreeks kan selecteren (feitelijk gezien) en overlegt ook met die CEO over strategische kwesties.<sup>18</sup> Het boek *Zes huwelijken en een begrafenis* bevat een reeks voor de buitenstaander fascinerende verhalen, naar aanleiding van de uitverkoop aan Franse bedrijven van een aantal belangrijke Belgische ondernemingen in de jaren '90, over conflicten tussen controlerende aandeelhouders en topmanagers die een eigen koers willen varen of een andere visie dan de controlerende aandeelhouder op de strategie en de toekomst van een onderneming ontwikkelen.<sup>19</sup> Elk van die conflicten is in het nadeel van de topmanagers en in het voordeel van de controleaandeelhouder beslecht, zij het dat de manager er soms in geslaagd is zijn vel duur te verkopen en de controleaandeelhouder een tijd lang kon dwarsbomen. Die controlerende aandeelhouders kunnen stabiliteit aan een vennootschap bieden, en hebben er wellicht voor gezorgd dat de voorbije decennia de gemiddelde topmanagementvergoeding in Europa lager ligt dan in de VS. Maar talrijk zijn de voorbeelden van situaties waarin zij niet slechts “private benefits of control” voor zichzelf nastreven -daar is op zich niets mis mee, en alles “natuurlijk” aan- maar dit ook doen ten nadele van de niet-controlerende aandeelhouders-investeerders (die collectief vaak, in absolute cijfers, een meerderheid van de stemrechten hebben, maar versnipperd optreden of niet aan de algemene vergadering deelnemen). Klassiek is dat controlerende aandeelhouders zich verzetten tegen de uitgifte van bijkomende aandelen wanneer dat hun machtspositie in de vennootschap, en de daarmee samenhangende mogelijkheid tot afroming van “private benefits”, zou verwateren, ook al zou de financiering die met de aandelenemissie gepaard gaat, noodzakelijk zijn om de vennootschap financieel te redden of, vaker, de groei ervan te financieren. Controlerende aandeelhouders leggen soms een strategie op die nefast is voor de groei van de vennootschap, maar wel de positie van de controleaandeelhouder vrijwaart. De meest overtuigende/minst gemakkelijk weerlegbare hypothese die academici ontwikkeld hebben om de verschillen in aandelenbezitconcentratie doorheen de wereld te verklaren, is de uitleg van Bebchuk en Roe, die erop neerkomt dat controlerende aandeelhouders in de regel controlerend willen blijven omdat ze dan *private benefits of control* kunnen afromen, en dat ze die controlerende positie pas zullen laten verwateren door aandelen aan het publiek aan te

---

<sup>18</sup> Bv. wie de persberichten over de splitsing eind 2023 van Solvay gevolgd heeft, kan het niet ontgaan zijn dat de familie Boël (die Solvac controleert, terwijl Solvac ongeveer 30% in Solvay en in de twee vennootschappen die uit de splitsing van Solvay zijn voortgekomen houdt), niet alleen de voorzitter van de raad van bestuur van Solvay levert, maar ook een doorslaggevende rol heeft gespeeld in de selectie van de CEO van Solvay en in de voorbereiding, in overleg met die CEO, van de uiteraard strategisch cruciale splitsing van Solvay (en daarnaast in het toekennen van een naar Belgische normen uitzonderlijk grote cash bonus aan de CEO als beloning om die splitsing goed voorbereid te hebben en als overtuigingsgeld om te verhinderen dat de op de arbeidsmarkt fel gegeerde CEO de overstap zou maken naar een andere multinational).

<sup>19</sup> S. Michiels en B. Delvaux, *Zes huwelijken en een begrafenis. Grote en kleine geheimen van de Belgische haute finance*, Tiel: Lannoo, 1999.



bieden wanneer de voordelen van dergelijke liquiditeit de negatieve impact op de private benefits overtreft.<sup>20</sup>

#### 4. Ornamentele bestuurders

Wat Europa en de VS gemeen hadden in de jaren 1950-1990 is dat bij genoteerde vennootschappen de raad van bestuur weinig effectieve controle uitoefende op het topmanagement. Op beide continenten werden niet-uitvoerende bestuursfuncties met veel minder intensiteit uitgevoerd dan vandaag het geval is: de bestuurders kwamen een beperkt aantal keren per jaar samen, er bestonden geen monitoringcomités zoals het auditcomité<sup>21</sup>, de bestuurders beschikten niet over ondersteuning door informatiesystemen die hen potentieel voortdurend op de hoogte hielden van de (financiële) evolutie van de vennootschap. En monitoren werd niet als een kerntaak van het bestuur gezien, laat staan dat dit bestuur geacht werd zich onafhankelijk op te stellen.<sup>22</sup> Amerikaans onderzoek dat op de jaren '80 sloeg kon ook voor dat decennium nog vaststellen -in het schitterende en belangrijke boek van Harvard Business School prof Jay Lorsch, *Pawns or Potentates*<sup>23</sup>- dat de CEO in feite het bestuur selecteerde eerder dan omgekeerd, grotendeels zijn eigen vergoeding bepaalde en dat de meeste CEOs niet-uitvoerende bestuurders die zich kritisch tegen hen of het topmanagement opstelden, als ongewenst deloyaal zagen. Het onderzoek had nochtans betrekking op het einde van een decennium waarin de vijandige overname als "disciplinerend middel" was doorgebroken, en nadat als reactie op een aantal omkooptchandalen in de jaren '70 de Foreign Corrupt Practices Act (1980) was aangenomen en de NYSE het hebben van een auditcomité had opgelegd als een noteringsvoorwaarde. Ook in Europa was monitoring van het topmanagement geen belangrijke taak van het bestuur. Net zoals in de VS werden raden van bestuur vaak bevolkt door mensen die daar zaten omwille van hun adresboekje. Er gebeurde in die tijd weinig academisch onderzoek naar de samenstelling van raden van bestuur. Toch vermoed ik dat in West-Europese raden bij genoteerde vennootschappen meer uitgesproken vertegenwoordigers van de aandeelhouders, met name van de controlerende aandeelhouders,

---

<sup>20</sup> L. Bebchuk en M. Roe "A theory of path dependence in corporate ownership and governance", *Stanford Law Review*, vol. 52, 1999, 127-170.

<sup>21</sup> Zie het vroege onderzoek van Chr. Van der Elst en H. De Wulf @, *Bank. Fin.* 1998, waaruit bv. bleek dat Belgische genoteerde vennootschappen bij de inwerkingtreding vnde eerste Belgische governance codes in 1996 of 1997, slechts zelden over e n auditcomité beschikten, en nog vaak de rol van CEO en voorzitter van de raad van bestuur combineerden, maar die praktijken snel evolueerden inde richting van wat de codes aanbevelen (auditcomité; spiltsing CEO-voorzitter).

<sup>22</sup> In hoofdstuk 2 van mijn proefschrift, *Taak en loyauteitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Antwerpen, Intersentia, 2002, beschreef ik wat op het eind van de jaren '90 verwacht werd op het vlak van monitoring van de raad van bestuur. Dat was (mede onder invloed van de corporate governance codes, in de US, het UK en in Nederland ook onder invloed van rechtspraak) veel meer dan in de jaren '80 of voordien.

<sup>23</sup> Zie voetnoot 3.



in de raad zetelden dan in de VS, waar er zoals gezegd veel minder controlerende aandeelhouders waren.

De grote revolutie in de kwaliteit van raden van bestuur als monitors van het management zou vanaf de tweede helft van de jaren '90 ingezet worden, in het *shareholder value*-tijdperk. Voor Europa begon de revolutie met de Cadbury Code uit 1992<sup>24</sup>, de moeder aller governance-codes, die opgesteld werd door een aantal *great and good* onder leiding van Sir Adrian Cadbury (van het gelijknamige chocoladeimperium) nadat Groot-Brittannië doorengeschud was door een aantal ophefmakende bedrijfsschandalen: De sluiting van de frauduleuze internationale bank (met Pakistaanse roots) BCCI; het faillissement van de Polly Peck -groep; en vooral de schandalen bij de Maxwell-groep, waar de wijdheersende Robert Maxwell in de wijnkleurige zee verdronk op het moment dat aan het licht zou komen dat hij de pensioenspaarkassen van zijn werknemers had geplunderd. Het paste perfect in het neo-liberale klimaat van die tijd dat op de bedrijfsschandalen niet werd gereageerd met dwingende wetgeving, maar met een verzameling aanbevelingen opgesteld door mensen uit de bedrijfswereld. Bedrijven moesten aan de markt rapporteren of zij de aanbevelingen volgden en zo neen, waarom niet (“comply or explain”). Er werd op vertrouwd dat de markt de onderneming die zichzelf slecht organiseerde zou bestraffen (door minder te betalen voor de aandelen, of een hogere rente te eisen op obligaties). Maar het moet gezegd dat dwingende regels over de werking van raden van bestuur afgezien van een belangenconflictregering, niet wenselijk zouden geweest zijn: *one size does not fit all*. Algauw namen alle zichzelf respecterende Europese landen één of meer governance-codes aan -vooral financiële centra die dachten dat wie een florerende beursmarkt met kwaliteitsvolle noteringen wou ontwikkelen, niet zonder de kwaliteitscontrole via een code kon.

Anno 2023 werden terechte vragen gesteld bij de blijvende relevantie van governance codes.<sup>25</sup> Cheffins en Reddy wezen er in hun opgemerkte artikel onder meer op dat naleving door genoteerde bedrijven *de facto* verplicht was geworden, dat zowel veel van de aanbevelingen als veel van de rapportering erover inmiddels gedupliceerd waren in dwingend recht, wat de kost van compliance voor ondernemingen verhoogde, en dat governance codes ongeschikt waren om aanbevelingen door te drukken die te maken hebben met de belangen van andere stakeholders dan aandeelhouders en bestuurders, terwijl net die andere belangengroepen tegenwoordig centraal staan in Europese debatten. Maar in belangrijke economieën als Nederland en Duitsland hebben de codes meer invloed dan ooit tevoren. Het zou mij verwonderen als de codes het komende decennium zouden verdwijnen. De laatste kritiek van

---

<sup>24</sup> Officieel *Report of the Committee on the financial aspects of corporate governance*, Gee Publishing, 1992.

<sup>25</sup> B. Cheffins en B. Reddy “Thirty years and done- Time to abolish the UK Corporate Governance Code”, *Journal of Corporate Law studies*, 2022, 1.





Cheffins en Reddy, dat codes geen geschikt middel zijn om vennootschappen ertoe aan te zetten zich meer te richten op de belangen van externe stakeholders of duurzaamheid, wijst tegelijk op een ander, te weinig benoemd probleem van corporate governance codes en van het governance-debat in continentaal Europa in het algemeen. Onder invloed van *Cadbury* is men overal in Europa meer belang gaan hechten aan de aanwezigheid van echt onafhankelijke bestuurders, voldoende in aantal opdat zij een echt tegengewicht zouden kunnen vormen tegen management en controlerende aandeelhouders. Ook in de VS werden onafhankelijke bestuurders vanaf de jaren '80 en vooral tijdens de jaren '90 belangrijker.<sup>26</sup> Maar in elk geval in Europa leken onafhankelijke bestuurders steeds meer als middel tegen alle governance-kwalen beschouwd, zelfs in financiële instellingen.<sup>27</sup> Dit terwijl er weinig aanwijzingen zijn dat zij effectief zijn in het aanpakken van problemen.<sup>28</sup> Bovendien zijn echt onafhankelijke bestuurders moeilijk denkbaar in een vennootschap met controlerende aandeelhouders: wanneer die alle bestuurders benoemen, ontslaan, over hun vergoeding en aansprakelijkheid oordelen, is echte onafhankelijkheid moeilijk te realiseren. Zelfs wanneer men, zoals onder de Duitse *Mitbestimmung*, sommige bestuurders door de werknemers laat verkiezen en ontslaan, zullen die bestuurders doorgaans wel onafhankelijk ten opzichte van de aandeelhouders staan, maar niet ten opzichte van wie hen benoemd heeft, de werknemers. In Nederlandse structuurvennootschappen was coöptatie van toezichtoudende bestuurders (raad van commissarissen) lang de regel, maar dat leidde dan, zo luidde mintens de aanklacht van sommigen, tot een zichzelf perpetuerende regentklasse. In de VS en vooral in Cadbury-land UK waren er veel minder controlerende aandeelhouders, zodat daar onafhankelijkheid ten opzichte van de aandeelhouders iets minder illusoir hoefde te zijn dan in Europa. In de VS kwam daar nog bij dat de rechtbanken van Delaware eisten dat onafhankelijke bestuurders daadwerkelijk bepaalde beslissingen zouden nemen opdat de beslissing tegen “full fairness judicial review” zou beschermd zijn, terwijl regelgevers er in Europa bijna angstvalig over waakten dat onafhankelijke bestuurders delicate beslissingen slechts mochten helpen

---

<sup>26</sup> Zie daarover J. Gordon, “The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices”, *Stanford Law Review* Vol. 59, 2007, 1465. Dit artikel schrijft de opkomst van onafhankelijke bestuurders (die in 2005 ongeveer 75% van alle bestuurders uitmaakten bij genoteerde Amerikaanse bedrijven, tegenover 20% in 1950, toen onafhankelijkheid nog veel losser opgevat werd) voornamelijk toe aan de opkomst van de shareholder value ideologie, zodat er nood ontstond aan personen die zouden bewaken dat het management daadwerkelijk shareholder value-creatie nastreefde.

<sup>27</sup> Zie daarover J. Cerfontaine, “De onafhankelijke bestuurder in financiële instellingen- een medicijn tegen alle kwalen?” in *Redelijk eigenzinnig...Liber amicorum Eric Brewaeys, Philippe Colle, Erna Guldix en Bruno Maes*, Knops Publishing, 2022.

<sup>28</sup> Vooral voor de VS is er wel empirisch onderzoek dat enig nut van onafhankelijke bestuurders bij het voorkomen of bestrijden van de ergste governance wanpraktijken ondersteunt; maar zij hebben geen positieve impact op de waarde van de onderneming; en in de VS zijn er veel minder vaak controlerende aandeelhouders die hun rol kuneen dwarsbomen, en wordt aan “independents” een veel proactievere rol toebedeeld in situaties van “agency conflicts” dan in Europa.



voorbereiden of achteraf evalueren, maar alle bestuurders in het collegiale bestuursorgaan mochten meebeslissen.<sup>29</sup>

## II. Het neoliberale *shareholder value* -tijdperk

### 1. *Milton Friedman en Hayek worden populair, de agency-theorie breekt door*

1978-80 waren scharnierjaren in de politiek van het noordelijk halfrond en zouden in de Engelstalige wereld de doorbraak van een liberaal beleid betekenen dat met vertraging ook West-Europa zou veroveren en daar zijn volste bloei zou kennen onder de “derde weg”-regeringen van sociaaldemocratische premiers als Blair en Schröder. In 1979 viel de Sovjet-Unie Afghanistan binnen, en de mislukking die daarop zou volgen, zou de ineenstorting van de USSR bespoedigen. In hetzelfde jaar pleegden radicale moslims (salafisten) een terroristische aanslag in Mekka, gericht tegen het als te laks ervaren beleid van de Saoedische overheid. En natuurlijk werd Margaret Thatcher in 1979 verkozen tot Brits premier, in 1981 in de VS gevolgd door Ronald Reagan. Een jaar eerder, in 1978, werd Deng Xiaoping leider van China en begon de liberalisering van de Chinese economie. Het neoliberale denken werd in vele West-Europese landen dominant onder regeringspartijen, mede als reactie op de economische crises die ontstonden na de olieschok van 1973 en de onder meer door de oorlog in Vietnam reeds oplopende inflatie, die bijdroeg tot het opgeven van het Bretton Woods-systeem dat onder meer de inwisselbaarheid van goud in dollars had ingehouden.

De kern van de ideologie was dat een sterke staat maar kleine overheid nodig was.<sup>30</sup> De kerntaak van die sterke staat, die volgens de retoriek niet de gevangene mocht zijn van allerlei belangengroepen (zoals vakbonden en met hen collaborerende werkgeversorganisaties), was een goede marktwerking te verzekeren. Dat impliceerde blijkbaar belastingverlagingen, zagezegd om het aanbod te stimuleren, en deregulering, die niet leidde tot een afname van de hoeveelheid regulering- de omvang daarvan explodeerde- maar erop gericht moest zijn

---

<sup>29</sup> Zie bv. de oorspronkelijke regelingen over related party transactions van aandeelhouders in de eerste voorganger van het huidige art. 7/96 WVV, nl. art. 60bis Venn. W (1996) en dan art. 523 W. venn., waarin benadrukt werd dat de onafhankelijke bestuurders slechts een adviesfunctie tegenover de plenaire raad hadden.

<sup>30</sup> Voor een degelijke (en m.i. erg boeiende) geschiedenis van de rol van neoliberalen en het neoliberalisme in de Nederlandse politiek en vooral de ontwikkeling van het economisch beleid, zie B. Mellink en M. Oudenampsen, *Neoliberalisme. Een Nederlandse geschiedenis*, Boom, 2022. Dit boek verschaft ook inzicht in de kernideeën van het “internationale” neo-liberalisme, zoals dat zijn oorsprong vond in geschriften van von Hayek, von Mises, Röpke en de “ordo-liberaal” Eucken. Een equivalente Belgische geschiedenis is mij niet bekend.





markten vrij te maken- vooral de arbeidsmarkt en de financiële markten. Een goede marktwerking impliceerde -zo zou men minstens hebben kunnen denken- dat mededingingsautoriteiten versterkt werden, maar dat was vooral een bekommernis binnen het zeer neoliberale<sup>31</sup> interne markt-programma van de toenmalige EEG. In de VS werd veel minder belang gehecht aan adequate afdwining van het mededingingsrecht. Vakbonden mochten de flexibele arbeidsmarkt niet al te zeer verstoren met collectieve loonafspraken of protectionistische maatregelen ter bescherming van de belangen van de huidige werknemers tegen buitenlandse werknemers of de jonge generatie. Het domein van de markt moest ook uitgebreid worden door privatiseringen. Vanaf de jaren '90, na de instoring van het Oost-Europese communisme en met de ICT-revolutie (internet, mobiele telefonie, ...), in de Europese Economische Gemeenschap begeleid door een poging van socialistische technocraten om tegen 1992 een waarachtige Interne Markt te realiseren (in werkelijkheid was de ganse oefening slechts het begin van een vandaag (2023) nog steeds niet gelukte poging om dergelijke markt te creëren ) werden dan ook de financiële markten geliberaliseerd en financieeliseerde de economie<sup>32</sup>. Vooral brak de globalisering toen door: globale markten gekenmerkt door vrijhandel, vrije stromen van investeringen en winsten, wereldwijde *supply chains* en vrijheid voor ondernemingen om zich te vestigen waar ook ter wereld het hen het aantrekkelijkst leek. Met als gevolg onder meer *regulatory competition* en door overheidsbeleid bewust gefaciliteerde fiscale concurrentie<sup>33</sup> tussen kapitalistische staten, leidend tot nominale aanslagvoeten in de vennootschapsbelasting die in het westen daalden van gemiddeld 40% of meer naar 20% of minder, en nochtans concurrentievervalsende deals tussen staten en multinationals om die laatste toe te laten via handige constructies nauwelijks belastingen te betalen. In de vennootschapsrechtdoctrine en vooral in corporate governance-analyses werd één en ander weerspiegeld door de nadruk op de “contractuele analyse van ondernemingen – “the firm as a nexus of contracts”<sup>34</sup>- en de nadruk op de contractuele *agency theory* om governanceverschijnselen te analyseren.<sup>35</sup> De agency-theorie was en blijft een heel waardevol analytisch werkinstrument, maar een grote analytische zwakte ervan was dat zij probeerde te legitimeren dat ondernemingen meesten geleid worden in het belang van hun aandeelhouders met het misleidende, om niet te zeggen empirisch manifest onware argument dat aandeelhouders de *residual risk bearers* van de vennootschap waren. Technisch mag dit kloppen, en het is een argument dat legitiem kan ingezet worden om de bestaande verhoudingen tussen aandeelhouders en contractuele schuldeisers te verklaren, maar het was een handige truuk om

---

<sup>31</sup> Weliswaar gelanceerd door een energieke en visionaire Franse socialist, Jacques Delors.

<sup>32</sup> Zie daarover het stimulerende overzicht bij R. Reich, *Supercapitalism*, Knopf, 2007.

<sup>33</sup> Zie bv. de analyses van de jonge Franse econoom G. Zucman, in bv. *The hidden wealth of nations: the scourge of tax havens*, University of Chicago Press, 2015 of G. Zucman en L. Wier, “Global profit shifting, 1975-2019”, NBER working paper 30673.

<sup>34</sup> Hoogtepunt van dat soort analyses toegepast op het vennootschapsrecht was F. Easterbrook en D. Fischel, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991.

<sup>35</sup> Tot de funderende teksten behoren M. Jensen en Meckling, “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure” *Journal of Financial Economics*, Vol. 4, 1976 en E. Fama, “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, 1980, 288-307.



te doen vergeten dat aandeelhoudersrisico sterk werd ingeperkt door het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid -en voor anderen dan controlerende aandeelhouders door risicodiversificatie- maar ook en veel belangrijker, dat werknemers en managers met hun niet-diversifieerbare investering van hun menselijk kapitaal in slechts één onderneming, een veel groter risico liepen dan de gemiddelde aandeelhouder.

## 2. *ijdele hoop rond rationeel passieve beleggingsfondsen*

De doorbraak van het neoliberale beleid bracht in Europa ook met zich mee dat de tussen 1945 en 1980 (in een land als Nederland bv. pas echt in de jaren 1970) uitgebouwde verzorgingsstaat, als niet langer betaalbaar werd voorgesteld. “Gewone burgers” werden er toe aangezet hun spaargeld te investeren op de kapitaalmarkten en zo ook aan eigen pensioenopbouw te doen. Dit droeg bij aan de groei van de sector van de beleggings- en pensioenfondsen. Gedurende de jaren '90 werden de Europese kapitaalmarkten ook uitgebouwd (wat tevens gepaard ging met de eerste golf van Europese effecten- en bankregulering, in lijn met het toegenomen belang van de financiële markten in de economie). Vanaf de jaren '80 en vooral '90 werd ook in Europa het beleggingssparen door particulieren, waaronder pensioensparen, door de overheid fiscaal gestimuleerd. In België herinneren de ouderen zich de wetten Cooreman-DeClercq. De fondsensector begon aan een *boom*, minstens doorbraak bij het grote publiek, in België initieel in belangrijke mate via Luxemburgse fondsen (bv. “Sicavs”). Burgers werd aangeraden voor een “privé” pensioen te zorgen ter aanvulling van het kariger wordend via de overheid gefinancierd pensioen. Nederland ging daarin verder dan de meeste andere Europese landen. Het is geen toeval dat Euronext Amsterdam boomt in een land met een disproportioneel grote pensioenfondsen-sector, terwijl de kleine en vooral zeer gefragmenteerde Britse pensioenfondsenmarkt volgens inzichtrijke analyses wellicht de hoofdoorzaak is van de (relatieve) neergang van London als aandelenbeurs: Britse institutionele investeerders en met name de zo belangrijke pensioenfondsen investeren “niet voldoende” in Britse bedrijven.

Vanaf de jaren negentig werden publieke<sup>36</sup> beleggingsfondsen belangrijke aandeelhouders in Europese en Amerikaanse vennootschappen. Onder Amerikaanse academici leidde dit tot de hoop dat die institutionele investeerders als “blockholders” een tegengewicht tegen het management zouden vormen in vennootschappen met voor het overige verspreid

---

<sup>36</sup> Hier in de zin van “op het ruime beleggerspubliek beroep doende”.



aandeelhouderschap. Om vele redenen bleek die hoop ijdel.<sup>37</sup> Voor zover de fondsen - individuele groepen bezaten toen nooit belangrijke percentages van het totaal aantal aandelen in een genoteerde vennootschap- al van elkaar wisten dat zij in éénzelfde vennootschap geïnvesteerd hadden, maakte regulering over onder meer risicobeperking en over onderling overleg het onmogelijk voor openbare beleggingsfondsen om invloed te nemen op het beleid van ondernemingen en ook om andere redenen waren zij “rationeel passief”, al was het bv. maar omdat inspanningen leveren om de governance van een vennootschap te verbeteren, niet alleen op zich een erg kleine slaagkans had, maar bovenal een erg onzekere weg was om het primaire, zelfs exclusieve doel van elk beleggingsfonds, opbrengsten voor de investeerders te genereren, te bewerkstelligen. Pas na de milleniumwissel zouden sommige hedge funds zich activistisch opstellen, en pas vanaf ongeveer 2010 begonnen vermogensbeheerders (“asset managers”) aan “aandeelhoudersengagement” te doen (daadwerkelijk stemmen, bovendien weloverwogen stemmen, en contact nemen met de vennootschapsleiding om over strategisch belangrijke beslissingen te praten).

### 3. *Het vijandig overnamebod*

De opkomst van institutionele investeerders in de jaren negentig -maar zoals gezegd aanvankelijk met beperkte governance-impact- was in de VS voorafgegaan door de opkomst van een ander nieuw fenomeen, dat wel onmiddellijk meer impact had op het governance-gebeuren en de discussies erover. We hebben het hier over de doorbraak van het vijandig openbaar overnamebod gericht tot heel grote ondernemingen.<sup>38</sup> Banken waren in het verleden meestal terughoudend geweest om vijandige overnames van grote ondernemingen te financieren, omdat de mogelijke doelwitten vaak belangrijke klanten van hen waren. Maar de uitvinding en popularisering van *junk bonds* die door acquisitievehikels werden uitgegeven om overnames te financieren, lieten toe dat enorme bedragen bij investeerders werden opgehaald buiten de traditionele banken om.<sup>39</sup> De grote gediversifieerde conglomeraten die in de eeuw voorafgaand aan 1980 waren ontstaan, na de Tweede Wereldoorlog soms ten gevolge van “empire building”<sup>40</sup> door managers, konden nu opgebroken worden, niet door pakweg mededingingsautoriteiten die dit zouden eisen, maar doordat een investeerder geloofde dat

---

<sup>37</sup> Voor een goede analyse in de Europese en Belgische reglementaire context, zie E. Wymeersch, “Belgische institutionele beleggers en corporate governance” in Instituut voor Bestuurders (eds.), *Corporate governance*, Intersentia, 1998, 183-215.

<sup>38</sup> Voor een vroege analyse uit België (en met name de UGent), zie K. Byttebier, *Het vijandig overnamebod*, Maklu, 1993.

<sup>39</sup> Voor het verhaal in Hollywood-stijl, zie C. Bruck, *The predators' ball: the inside story of Drexel Burnham and the rise of the junk bond raiders*, Penguin, 1988.

<sup>40</sup> Het uitbreiden van een onderneming(sgroep) door overnames zonder dat dit ingegeven is door de wens de onderneming beter presterend en met name winstgevender te maken, maar wel eerder door de wens de positie van het topmanagement te verbeteren (meer macht en prestige, hogere vergoeding, grotere werkzekerheid).



hij winst kon maken door de controle over dergelijk conglomeraat te verwerven, het te herstructureren -wat vaak verkoop van een groot aantal delen van het conglomeraat impliceerde- en dan in veel gevallen onderdelen met winst door te verkopen, of anders het efficiënter gemaakte behouden onderdeel zelf te leiden. Marktwerking -men sprak over “the market for corporate control”- zou in een imitatie van de Darwiniaanse *struggle for life* inefficiënt gerunde of ongelukkig samengestelde conglomeraten genadeloos opsporen en zoals een roofdier eerst de zwakste, zieke dieren verslindt, zou de *corporate raider* een mooie premie kunnen bieden aan de aandeelhouders van onderpresterende bedrijven, bijgevolg de meerderheid van de aandelen erin kunnen verwerven, en ze tot efficiëntere en daarom waardevollere machines omtoveren. Managers en bestuurders van mogelijke doelwitten zouden beseffen dat indien zij de onderneming niet goed leidden, de beurskoers zou dalen, wat de vennootschap tot een interessante overnameprooi zou maken. De dreiging van een vijandige overname zou de vennootschapsleiding dus tot het leiden van de vennootschap in het belang van al haar aandeelhouders aanzetten, de overnamemarkt zou disciplinerend werken.

De werkelijkheid was toch een beetje minder ideaal. Het in de jaren '80 en '90 talrijke onderzoek naar openbare overnamebiedingen was rijkgeschakeerd en leverde niet altijd duidelijke resultaten op, maar twee conclusies die wel duidelijk naar voren kwamen, waren 1. De vaststelling dat het niet in de eerste plaats onderpresterende vennootschappen waren die het doelwit werden van openbare overnamebiedingen, maar vooral goed presterende, ietwat kleinere ondernemingen 2. De beurskoers van het doelwit schoot inderdaad bijna altijd omhoog na de lancering van een openbaar bod- nogal wiesde in het licht van de geboden premies boven de beurskoers, maar economen noemden dit waardecreatie voor de aandeelhouders van doelwitvennootschappen- maar heel vaak betaalde de bidder te veel voor de aandelen van het doelwit om nog een meerwaarde te kunnen recupereren -iets wat de aandeelhouders van de bidder ook beseften, en de beurskoers van de bidder ging dan ook vaak omlaag, weze het vaak iets minder dan dat de koers van het doelwit steeg -zodat de economen opnieuw over globale waardecreatie konden spreken.

De focus op het “disciplineren van het management” door (vijandige) openbare overnamebiedingen die de bedoeling moesten hebben inefficiënte “empires” gebouwd door managers op te breken en door de delen ervan met winst door te verkopen en aldus “aandeelhouderswaarde te ontsluiten/bevrijden”, was een voorproefje van het doorbreken van de *shareholder value* ideologie in de jaren negentig.



#### 4. Een spook waart door Europa: shareholder value

Ergens rond 1996, in een referentie die ik niet kan terugvinden, verklaarde de toenmalige CEO van Deutsche Bank, Rolf Breuer, tegenover de *Financial Times* dat er een spook door Europa waarde, het spook van de *shareholder value*. Men mag zonder nood aan nuancering zeggen dat dit in de periode 1990- 2010 de dominante governance-ideologie in westelijk Europa (en in de VS) was. Wat waren de praktische kernaanbevelingen van die ideologie ?

Vooreerst dat vennootschappen geleid moesten worden in het belang van al hun aandeelhouders, met name de investeerders die via de boomende beurzen de vennootschap financierden. Dat op zijn beurt betekende dat bestuurders voor de vennootschap duidelijke doelstellingen inzake “return on equity” (ROE, opbrengst voor het eigen vermogen) moesten vaststellen en tegenover de buitenwereld aankondigen, en dat investeringen alleen mochten gebeuren indien ze een ROE beloofden die duidelijk hoger lag dan de opbrengst van een investering in toen risicoloos geachte overheidsobligaties (van West-Europese of Noord-Amerikaanse overheden, wel te verstaan). Bestuurders en topmanagers moesten op zo een manier verlonnd worden dat zij geprikkeld werden om als aandeelhouders te denken, en hoe kon dit beter gebeuren dan via aandelenopties (die fiscaal gestimuleerd werden) ? Het boekhoudrecht moest aangepast worden om de financiële verslaggeving informatiever te maken voor investeerders, eerder dan voor schuldeisers. Dit betekende, via de door de EU verplichte adoptie van de IFRS-normen door beursgenoteerde ondernemingen, een evolutie weg van waardering van activa aan historische aanschaffingswaarde en beheerst door het “voorzichtigheidsbeginsel” naar een waardering volgens het “mark to market”-principe, volgens hetwelke de waardering van activa regelmatig moet aangepast worden aan de marktwaarde (prijs waarvoor het actief op dat moment verkocht zou kunnen worden), met veel grotere volatiliteit in de resultaten van de onderneming tot gevolg.

Michael Jensen, één van de toenmalige pausen van de financiële economie, had onderzoek verricht naar de Amerikaanse olieindustrie en was daar tot de vaststelling gekomen dat “empire building” er een veelvoorkomende kwaal was: het management streefde ernaar de onderneming groter te maken door weinig rendabele investeringen te doen in de zoektocht naar bijkomende oliereserves, eerder dan de berg gereserveerde winsten aan de aandeelhouders uit te keren. Jensen beval aan dat ondernemingen die hun winst niet konden herinvesteren in projecten met een hoge ROE, die winst zouden uitkeren aan de aandeelhouders, eerder dan toe te laten dat managers hun eigen positie veilig stelden door op



een berg cash te blijven zitten, of te investeren in de uitbouw van een imperium.<sup>41</sup> Die uitkeringen konden fiscaal voordelig gebeuren via inkopen van eigen aandelen eerder dan de zwaarder belaste dividenduitkeringen. Dezelfde basisidee bracht Jensen er toe min of meer de lof te zingen van de (tengevolge van een *leveraged buy-out*) zwaar onder schulden gebukt gaande vennootschap: in dergelijke vennootschap zouden er geen “free cash flows” zijn die door het management konden misbruikt worden; integendeel zou de noodzaak om de schulden terug te betalen ervoor zorgen dat de managers onder druk stonden om de onderneming kostenefficiënt te leiden. Leve, in dat verband, de leveraged buy-out, die, als men Jensen had geloofd, tot “the demise of the public corporation” zou leiden.<sup>42</sup>

Vanaf de jaren '90 werd variabele remuneratie ook in België en Europa ruim ingezet om topmanagers te vergoeden. Jaap Winter heeft overtuigend betoogd dat de kern van dit systeem van in het begin rot was<sup>43</sup>, omwille van de vervorming van de motivatie bij managers waartoe het leidt<sup>44</sup> en omdat een zeer grote meerderheid van de mensen waartegen men zegt dat de omvang van hun verloning zal afhangen van bepaalde variabelen, geneigd zullen zijn (het meten van) die variabelen te manipuleren. John Coffee heeft overtuigend betoogd dat de sterk toegenomen boekhoudmanipulaties uit de tweede helft van de jaren '90 -dat er in die periode ook bij traditionele, al lang bestaande, grote bedrijven van ook buitende tech-en telcomsector een sterke toename was van soms geoorloofd creatief boekhouden, is een objectief vaststelbaar feit<sup>45</sup>- er gekomen zijn als reactie op variabele vergoeding én (vooral dat was het punt van Coffee) dat de externe auditors veelal geneigd waren zich inschikkelijk op te stellen tegenover managementteams die de randjes ervan af liepen -aldus hun *gatekeeper*-functie verwaarlozend- doordat de carrière van de individuele revisor bij de grote kantoren in toenemende mate afhankelijk werd van de mate waarin hij of zij erin slaagde “non-adit services” te verkopen aan de audit-cliënt.<sup>46</sup> Het barsten van de dotcom bubbel eind 2000 ging gepaard met het blootleggen van vele fraudes, met als allerbekendste voorbeeld natuurlijk Enron en in België het Lernout&Hauspie-drama. Vele managers en bestuurders bij frauderende vennootschappen mochten hun riant variabele vergoeding behouden -en sommigen ook de winsten die ze gemaakt hadden bij de tijdige verkoop van hun aandelenpakketten, waaraan meer dan eens een geur van handel met voorkennis (van de fraude) aan verbonden was. De niet bepaald linkse economisch historicus Niall Ferguson noemde dit afkeurend de grootste “wealth

---

<sup>41</sup> M. Jensen “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, 1986, 323-329.

<sup>42</sup> M. Jensen, “Eclipse of the public corporation”, *Harvard Business review*, September-oktober 1989.

<sup>43</sup> J. Winter “Corporate governance going astray: executive remuneration built to fail” in *Festschrift für Klaus Hopt*, de Gruyter, 2010, p. 1521-1535.

<sup>44</sup> De psycholoog Daniel Pink heeft in zijn populariserende boek *Drive: the surprising truth about what motivates us* (Penguin, 2011) heel wat psychologisch onderzoek over dat onderwerp samengevat.

<sup>45</sup> Zie het onderzoek en de cijfers geciteerd bij J. Coffee, volgende voetnoot.

<sup>46</sup> Zie onder meer zijn “Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms”, *Boston University Law Review*, Vol. 84, 2004, 301-364.





transfer” in de geschiedenis van de mensheid. Maar ook al leidden de riante vergoedingen van topmanagers van ook falende bedrijven tot veel publiek ongenoegen, de wetgever of regulerende overheden reageerden niet met maatregelen die tot een beter remuneratiesysteem hadden kunnen leiden, en de governance-praktijken werden ook niet wezenlijk aangepast -beide dingen zouden pas na de financiële crisis van 2007-2008 gebeuren. Wat wel werd aangepakt, zijn de onafhankelijkheidsvoorschriften voor externe auditors (in België: de commissaris). Het aanbieden van “non-audits services” door consultancy-kantoren die ook de commissaris leverden die de jaarrekening van een vennootschap moets controleren, werd aan banden gelegd. Dit heeft niet kunnen verhinderen dat de grote auditkantoren vandaag, anno 2023, nog veel meer tot algemene bedrijfsconsultancies getransformeerd zijn dan rond het jaar 2000 het geval was. Maar de belangenconflictenregels lijken toch wel een reële impact te hebben. De in 2023 mislukte poging om EY in twee te splitsen (audit en non-audit) was in belangrijke mate ingegeven door de vaststelling dat de belangenconflictenregels toenemend tot gevolg hadden dat de consultancy-tak in zijn expansie gehinderd werd door het feit dat bepaalde grote ondernemingen auditklant waren. Iets waaraan de belangenconflictenregels niks hebben kunnen verhelpen, is de fameuze “expectations gap”: het publiek blijft verwachten dat de externe auditor fraudes die door *short sellers* of journalisten kunnen blootgelegd worden, ook tijdig zou op het spoor komen, maar met de regelmaat van een klok duiken spectaculaire tegenvoorbeelden op, bv., in Europa, de ondergang van de tot op het bot frauduleuze Duitse fintech Wirecard.<sup>47</sup>

## 5. *Activistische aandelhouders en “shareholder engagement”*

Zoals al aangegeven eindigde het eerste decenium in het teken van shareholder value met het barsten van de dotcom bubbel en het blootleggen van massale bedrijfsfraudes, maar dat betekende, na enkele “dronken kater-maanden” eind 2000 en gedurende zowat gans 2001 helemaal niet het einde van de focus op shareholder value, die onverminderd behouden bleef tot 2008. Het was na 2001 dat de hedge fund industrie -de sector van de alternatieve beleggingsfondsen, die geen beroep deden op het publieke spaarwezen, en wier investeringsbeleid daarom veel minder door regulering beperkt werd- volop doorbrak, en ook *venture capitalists* en *private equity*-huizen hoogdagen vierden.<sup>48</sup> Een klein deel van die hedge funds probeerde winst te maken door een activistische beleggingstrategie: met een investering van meestal 3- 5% en uiterst zelden meer dan 10%, probeerden deze investeerders toch invloed

---

<sup>47</sup> De onderzoeksjournalist van de Financial Times die het schandaal aan het licht bracht heeft zijn verhaal gedaan in D. McCrum, *Money Men*, 2022.

<sup>48</sup> Iedereen die beweert in het ondernemingsleven geïnteresseerd te zijn moet over de Californische *venture capital*-industrie het magnifieke boek van S. Mallaby, *The power law. Venture capital and the making of the new future* (Penguin, 2022) lezen. (Laat u niet misleiden door de ietwat hijgerige titel, het gaat om boeiend geschreven eerste klas onderzoek).





te nemen op cruciale, strategische beslissingen van de doelwitvennootschap: fusies of overnames, afsplitsingen, of veranderingen in de activiteiten (meer of net minder inzetten op groene energie, bijvoorbeeld) of het toppersoneel (ontslag van de CEO, benoeming van twee of drie niet-uitvoerende bestuurders die in werkelijkheid de belangen van het hedge fund vertegenwoordigen). Een waaier van tactieken werd daarvoor aangewend<sup>49</sup> -van lastige vragen stellen op de aandeelhoudersvergadering over lanceren van aandeelhoudersvoorstellen tot *litigation*- vaak met succes voor het hedge fund. De activisten traden daarbij soms op in *wolfpacks* -eendracht maakt macht- waarbij de tot voor kort geldende Amerikaanse transparantiewetgeving het *de facto* mogelijk maakte dat de fondsen *inside information* met elkaar uitwisselden als onderdeel van hun gecoördineerde aanvallen. In Europa moesten de fondsen opletten niet in de val van de vaak nogal onduidelijke wetgeving op het onderling overleg te trappen en vooral niet (in onderling overleg) een nationale verplicht-bodsdregel (met als uitlokkende drempel vaak rond de 30% van de stemrechten) te overschrijden.

Heel wat Europarlementariërs en de vaak zorgwekkend jonge en niet met de wereld vertrouwde ambtenaren van de Europese Commissie<sup>50</sup> vonden dit activisme maar niks en verdachten de hedge funds van *short termism*, net zoals de na 2001 opkomende *high frequency traders* -die laatste proberen nochtans helemaal niet invloed te nemen op het beleid van een vennootschap, en oefenen met name in de verste verte geen bewuste noch onbewuste druk op vennootschapsleidingen uit om kortetermijnwinst na te streven (misschien vormden en vormen high frequency traders een probleem zowel voor het efficiënt organiseren van effectenbeurzen en de prijsvormingsfuncties van die beurzen als voor de gelijkbehandeling van investeerders, voor zover die wenselijk is; maar governance-problemen veroorzaken zij in elk geval niet). Om een tegengewicht tegen het beweerdelijk korte termijn-denken opgelegd door hedge funds te stimuleren, werd de Tweede Aandeelhoudersrichtlijn (SRDII)

---

<sup>49</sup> Voor zover het management en bestuur van het doelwit zich niet hadden laten overtuigen door de plannen van het hedge fund zoals ontvouwd in een slide deck met 200 slides, gepresenteerd op 15 minuten in een luchthavenlounge (ik maak er een karikatuur van, maar in wezen begon het wel vaak zo).

<sup>50</sup> Dit is mijn eigen misschien totaal verkeerde indruk, gebaseerd op het feit dat ik als late twintiger, prille dertiger, een handvol buitenlandse kennissen had die in Brussel bij de Commissie werkten. Die sympathieke leeftijdgenoten, altijd goed voor een Brusselse restauranttip, hadden allen gemeen dat zij een uitstekende reeks diploma's konden voorleggen en zonder twijfel intelligent waren, maar werkelijk van toeten noch blazen wisten. Iets later ben ik enkele keren als expert opgetreden bij bescheiden opdrachten voor de Commissie (over de implementatie van Europese richtlijnen), waarbij mijn contactpersonen hetzelfde profiel en dezelfde leeftijd hadden, en eveneens de indruk gaven niet goed te weten waarmee ze bezig waren, in een *rat race* waarbij ze allerlei rapporten en beleidsteksten moesten produceren (vandaar de nood aan een externe *adult* zoals mezelf, inmiddels 40 (toen), die meestal ook slechts een oppervlakkige kennis van het behandelde onderwerp had).



aangenomen, met daarin niet alleen nuttige *related party transactions* voorschriften<sup>51</sup>, maar ook regels bedoeld om aandeelhoudersengagement te bevorderen. Ik denk dat die regels grotendeels zonder effect bleven -net als de tandeloze, louter het papierwerk verhogende regels in de Richtlijn over *proxy advisors*- omdat er al een behoorlijk niveau van aandeelhoudersengagement bestond, en omdat de richtlijn geen enkele concrete prikkel bevatte -laat staan gedwongen aanpassingen aan het *business model* van de fondsenindustrie- voor fondsenbeheerders om aan aandeelhoudersaangelegd te doen. Alle aandacht voor beweerd *short termism* van hedge funds betekende klaarblijkelijk dat minstens door politici, maar eigenlijk ook door anderen, niet veel aandacht besteed werd aan een volgens mij interessanter te onderzoeken probleem, namelijk de vraag of private equity-investeerders- wier fondsen na 2001 bloeiden als nooit tevoren- bij hun overnames de doelwitvennootschap niet al te zeer opzadelden met schulden, en of zij hun winsten niet maakten op de kap van werknemers, de belastingadministratie (en dus de overheid en dus iedereen) en eventueel consumenten (via beperking van de concurrentie en voor consumenten nadelige prijszetting). Ik beweer niet dat private equity schuldig is aan dergelijke zonden, maar zou onderzoek daarnaar interessant vinden; dergelijk onderzoek is met betrekking tot de jaren 80 en '90 wel gebeurd -met zeer grof samengevat als globale conclusie dat PE-investeringen niet tot meer faillissementen leiden, en dat zij hun winsten niet op de kap van andere stakeholders maakten, maar dat de grote return voor de *general partners* wel in belangrijke mate verklaren is door de genereuze fiscale behandeling die de fondsen te beurt viel en valt- maar veel onderzoek dat betrekking heeft op de periode na 2000 is mij niet bekend - integenstelling tot enkele ancdotes uit de rechtspraak over zelfbeveoordeligen van private equity-investeerders bij *leverage*-constructies ten nadele van andere schuldeisers, en vele verhalen afkomstig van werknemers en de meer populistische pers over *ruthless cost-cutting*.

Ongeveer gelijktijdig met de doorbraak van activistische beleggers na 2001, ontstond in sommige landen -bv. het UK en Nederland- "spontaan" (door bemiddeling van industriebelangenverenigingen zoals het Nederlandse Eumedion) een *stewardship*-beweging bij lange termijn-investeerders zoals pensioenfondsen, gepaard gaande met de uitvaardiging van *stewardship codes*, die de geviseerde beleggingsfondsen adviseerden de vennootschap en haar leiding mee te helpen nadenken over de lange termijn-belangen van de onderneming en daarover in dialoog te gaan met die ondernemingsleidingen. Dit was het soort *shareholder engagement* waarop Europese politici zaten te wachten.

---

<sup>51</sup> Die evenwel door lidstaten grotendeels uitgeschakeld konden worden wanneer het om toepassing op beslissingen van de algemene vergadering gaat, een mogelijkheid waarvan onder meer België en Nederland gretig gebruik maakten.



Eén van de interessante governance-debatten van het moment (sinds een aantal jaar) is of institutionele investeerders en asset managers “voldoende” aan shareholder engagement doen. Lucian Bebchuk en co-auteurs vinden van niet, omdat vastgesteld kan worden dat zij geen campagne voeren tegen allerlei governance-praktijken die volgens (bepaald) academisch onderzoek, nefast zijn voor de belangen van aandeelhouders-investeerders.<sup>52</sup> Anderen vinden dat institutionele investeerders zelf het best in staat zijn om te beoordelen welke mate van engagement en activisme het beste zijn voor hun cliënten, of wijzen op het duidelijk toegenomen engagement van asset managers.<sup>53</sup> Bij de discussie mag men in elk geval twee dingen niet uit het oog verliezen. Ten eerste dat zowel in Europa als de VS de fondsen en vermogensbeheerders de juridische plicht hebben de opbrengst van de investering van de cliënten van het fonds te proberen maximaliseren, zodat activisme en engagement niet verwacht mogen worden als het positieve effect ervan op de waardering van de onderneming hoogst onzeker is en gedeeld moet worden met andere free-ridende investeerders, terwijl de kosten vaststaan. En ten tweede dat men sowieso van bv. indexfondsen en pensioenfondsen nauwelijks activistische campagnes kan verwachten, maar zij soms wel -regelmatig- voorstellen van activisten steunen via stemmen of via telefoons en ontmoetingen met de vennootschapsleiding.<sup>54</sup> Asset managers laten toenemend toe -en faciliteren dit technisch- dat hun institutionele cliënten zelf bepalen hoe met de aandelen die de vermogensbeheerder voor hen beheert, gestemd wordt. Als die evolutie zich nog wat verder doorzet, kan dit belangrijke gevolgen hebben voor het governance-gebeuren.

### III. De heerlijke nieuwe ESG-wereld: een derde orde vanaf 2016?

Na de globaliserende *roaring nineties* met hun ICT-boom en financialisering van de economie, en het extreem lage rentebeleid van de Amerikaanse centrale bank vanaf 2001, volgde de financiële crisis van 2007-2008, in Europa gevolgd door de eurocrisis van eind 2009 tot 2014 die vooral in Griekenland en Spanje een blijvende ravage onder de 18+ jeugd aanrichtte (met zeer hoge langdurige jeugdwerkloosheid). Hierna had men kunnen verwachten dat het financiële kapitalisme – plaats en tijd ontbreken voor een poging om dit fenomeen nader te omschrijven- in vraag zou gesteld worden, dat de anti-globalisten (die qua protestactiviteit en media-aandacht, maar zonder noemenswaardige impact op het beleid, hoogdagen hadden

---

<sup>52</sup> L. Bebchuk en S. Hirst, onder meer in “Index funds and the future of corporate governance” *Columbia Law Review*, vol. 109, 2019, 2029-2146 en “The Specter of the giant three”, *Boston University Law Review* Vol. 99, p. 721 e.v.

<sup>53</sup> Onder velen prominent Jeff Gordon, bv. in “Systematic stewardship”, *Journal of Corporation Law*, 2022 beschikbaar op <https://ssrn.com/abstract=3782814>. Zie ook E. Rock & M. Kahan, ‘Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders be Shareholders’, 2019, <https://ssrn.com/abstract=3295098>.

<sup>54</sup> J. Gordon en R. Gilson “The agency cost of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights”, *Columbia Law Review*, Vol. 113, 2013.



beleefd in de periode 1999-2003) misschien opnieuw de wind in de zeilen zouden krijgen en dat de focus van shareholder value creatie verschoven zou worden naar het algemeen belang. Dat zou ook gebeuren, maar met vertraging en grotendeels niet onder invloed van de twee financiële crisissen. Die lokten wel een vloedgolf van financiële regulering uit, ook over de governance van banken, en een deeltje daarvan sijpelde ook door naar andere sectoren dan de financiële. Dat was met name het geval voor een toegenomen aandacht voor risicomanagement en nieuwe regels over de remuneratie van het topmanagement. Men beseftte dat de vegoedingspraktijken in het verleden het nastreven van korte-termijngewin eerder hadden bevorderd dan afgeremd. Daarnaast drong overal het besef door dat raden van bestuur enerzijds wel degelijk echt onafhankelijke bestuurders moesten bevatten, maar dat dit niet ten koste mocht gaan van de deskundigheid en sector kennis in raden van bestuur. De verhalen over lokale politici die de raden van bestuur van de talrijke Duitse *Landesbanken* bevolkten<sup>55</sup>, of over de theaterdirecteur die omwille van haar indrukwekkende connecties onder New Yorkse *socialites* als onafhankelijk bestuurder was opgenomen in de raad van bestuur van *investment bank* Lehman Brothers, maar naar verluidt het verschil tussen eigen en vreemd vermogen niet kende, illustreerden slechte praktijken uit het verleden. Sommigen beweerden dat de onverantwoorde risico's die vele banken hadden gelopen, door het management werden aangegaan onder druk van aandeelhouders die onrealistisch hoge *returns on equity* eisten van banken.<sup>56</sup> Onder Europese academici -in elk geval onder juristen- werd het al gauw *bon ton* om meewarig te doen over wie *shareholder value* of *shareholder primacy* nog durfde te verdedigen -typisch was dat de nieuwe orthodoxie het prominents verdedigd werd door Paulussen die tien jaar tevoren nog tot de luidste vaandel dragers voor het aandeelhoudersbelang hadden behoord.

Maar terwijl dus wél druk gedebatteerd en gereguleerd werd over topmanagementvergoedingen, en academische windhanen begonnen verkondigen dat geen zinnig mens *shareholder value* nog durfde te verdedigen, kwam de omslag in het corporate governance-klimaat toch pas rond 2015-16 tot stand, in elk geval in West-Europa, qua bevolkingsaantal en landoppervlak een kleine uithoek van de wereld, vandaag militair en qua culturele invloed insignificant, maar economisch nog altijd een reus en in het westen, noorden en Polen een eiland van grote welvaart en nog steeds te grote maar internationaal bekeken relatief beperkte ongelijkheid.

---

<sup>55</sup> Zie bv. J. Steinbrecher, M. Thum, H. Hau, "Board (in)competence and the subprime crisis", 12 januari 2009, <https://cepr.org/voxeu/columns/board-incompetence-and-subprime-crisis>.

<sup>56</sup> Zie het boek van de respectabele Duitse econoom H.-W. Sinn, *Casino Capitalism: how the financial crisis came about and what to do about it*, OUP, 2012.



Rond die tijd begonnen ondernemingen wereldwijd te praten over de noodzaak een bredere *corporate purpose* dan alleen maar het verrijken van de aandelhouders na te streven.<sup>57</sup> Het regende -soms tamelijk goede- boeken over een nieuw soort kapitalisme, niet geschreven door extreem linkse activisten maar door economen en economische journalisten die tot de mainstream behoorden.<sup>58</sup> Meer impact had de verandering in de wereld van de beleggingsfondsen, waar klanten vanaf ongeveer 2016 massaal begonnen te beleggen in ESG-fondsen -waarbij vooral aandacht bestond voor de milieu-en klimaatimpact van investeringen; voor sociale impact bestond nauwelijks aandacht. Die investeringen in “groene” fondsen werden wellicht zowel vanuit de vraag als vanuit de aanbodzijde gestimuleerd. Enerzijds bleken de jongste natuurlijke personen die geld konden beleggen, meer bezorgd dan eerdere generaties over klimaatverandering en duurzaamheid.<sup>59</sup> De vermogensbeheerders die het geld van anderen investeren in fondsen en die vaak in de ganse economie beleggen, werden geconfronteerd met moeilijk wegdiversifieerbare klimatrisico's, zodat ze een prikkel kregen om zich in te zetten voor meer duurzaam ondernemerschap, maar toch ook probeerden in groene sectoren te investeren.<sup>60</sup> Die groene sectoren, zoals de bouw van zonnepanelen of windturbines, kregen een sterke boost door de winstopportunities gecreëerd door de in grote delen van de wereld (bv. ook in China) ingezette energietransitie, weg van fossiele brandstoffen. Voor de fondsenaanbieders waren groene fondsen aantrekkelijker omdat zij hogere kosten konden aanrekenen voor het aanbieden ervan. De Europese Unie nam een Green Deal aan, wat ook resulteerde in een berg nieuwe regulering om goede marktwerking van de financiële sector en met name aanbieders van beweerdelijk groene fondsen te bewerkstelligen -denk bv. aan de Taxonomieverordening, die als één van haar kerndoelstellingen de bestrijding van *greenwashing* heeft. De ECB bleef niet achter en integreerde duurzaamheidsoverwegingen in haar prudentieel beleid ten aanzien van kredietinstellingen, maar stuurde er bovenal op aan dat banken klimatrisico's waaraan zij blootstaan in kaart brengen en proberen beheersen, anders gezegd op adequate wijze in hun risicomanagement verwerken.<sup>61</sup>

---

<sup>57</sup> De grote academische promotor van het idee was de Britse financieel econoom Colin Mayer, zie onder meer zijn boeken *Prosperity: better business makes the greater good* (2018) en *Firm Commitment* (2013), beiden OUP. Zie bv. ook de open brief van Larry Fink (voorzitter van de grootste vermogensbeheerder ter wereld, BlackRock) uit 2018: 'A Sense of Purpose', [corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/](http://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/) en natuurlijk de verklaring van de Business Roundtable, *Statement on the Purpose of the Corporation*, augustus 2019, op <https://purpose.businessroundtable.org/>.

<sup>58</sup> Bv. P. Collier, *The Future of Capitalism*, 2018; R. Rajan, *The Third Pillar-How markets and the state leave the community behind*, 2019; R. Henderson, *Reimagining Capitalism in a World on Fire*, 2020. Zie ook de vooraanstaande Duitse socioloog W. Streeck, *How will Capitalism End? Essays on a failing system* (2016), en *Buying Time: the delayed crisis of democratic capitalism* (2017).

<sup>59</sup> Zie de onderzoeken waarnaar verwezen wordt in W.-G. Ringe, "Investor-led Sustainability in Corporate Governance", *Annals of Corporate Governance* 2022, 93-151.

<sup>60</sup> Bv. J. Coffee, "The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk" <https://ssrn.com/abstract=3678197>.

<sup>61</sup> Medio 2021 heb ik geprobeerd een inleidend overzicht te geven van de debatten en zich toen volop ontwikkelende Europese regulering rond ESG en vennootschapsrecht, zie H. De Wulf, "ESG en vennootschapsrecht: innig verbonden, maar ook duurzaam?" in H.-J. de Kluiver (ed.) *Preadviezen van de*





Misschien val ik ten prooi aan de academische ziekte om om de drie jaar opwindende nieuwe trends te willen ontwaren, terwijl er in werkelijkheid niets veranderd is of de trend slechts een opervlakkige en kortsondige steekvlam is, maar ik geloof dat we de voorbije jaren de geboorte hebben meegemaakt van de “politieke vennootschap”<sup>62</sup>, in die zin dat voor het eerst ernstige pogingen ondernomen worden om vennootschappen en hun bestuur te dwingen, *buiten specifieke black letter law om*, om rekening te houden met de belangen van externe stakeholders, namelijk anderen dan aandeelhouders, werknemers en kredietverleners.

De human rights/sustainability due diligence-wetgeving die al geldt voor Franse en Duitse ondernemingen, zal in de eerste maanden van 2024 wellicht een EU-versie krijgen, wanneer de Corporate Sustainability Due Diligence Directive (“CS3D”) wordt aangenomen.<sup>63</sup> Die wetgeving verplicht grote ondernemingen om de risico’s die zij voor klimaat, milieu en mensenrechten wereldwijd creëren in hun waardeketen in kaart te brengen en te proberen beheersen (of uitschakelen), zodat de onderneming zo weinig mogelijk “adverse impacts” creëert. Het gaat hier om slechts weinig verdunde omzetting in wetteksten van morele gedachten (moralisering van het ondernemingsrecht dat sinds de jaren 1980 in het teken van law&economics, dwz utilitaristische efficiëntie stond) en om een poging niet slechts om ondernemingen verantwoordelijk te houden voor de schade die zij veroorzaken, maar voor de negatieve externaliteiten die zij veroorzaken.

Opvallend is dat de ontwerp-CSDDD, in navolging van de Franse due diligence-wetgeving, een belangrijke rol weglegt voor voor externe stakeholders in de ontwikkeling van het due diligence-beleid van ondernemingen. Die externe stakeholders zijn dan niet in de eerste plaats de slachtoffers van negatieve “adverse impacts”, maar NGOs die hetzij de belangen van een concrete groep slachtoffers verdedigen maar ook NGOs die bepaalde belangen in abstracto (“het milieu”) verdedigen. Die NGOs wordt niet alleen een rol toebedeeld bij de afdwinging van de zorgplichten, als vertegenwoordigers van slachtoffers, zij moeten ook betrokken worden bij het opstellen van het due diligence actieplan van de onderneming, en bij de evaluatie van de manier waarop het werd geïmplementeerd. Een en ander sluit aan bij de

---

*Koninklijke Vereeniging Handelsrecht. Duurzaam Ondernemen en Sustainable Transport*, Zutphen: Uitgeverij Paris, 2021, p. 29-103. Voor de eerste jaren van het sustainable finance gebeuren, zie D. Busch, G. Ferrarini & S. Grünwald (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, Palgrave Macmillan 2021.

<sup>62</sup> Zie H. De Wulf “Towards a political corporation? NGOs as ESG shareholder activists and litigators influencing corporate strategies in Europe” in A. van Hoe en T. Vos (eds.), *Shareholder activism in Belgium*, Larcier Intersentia, September 2023.

<sup>63</sup> Inleidend over die ontwerp-richtlijn (“CSDDD”), [https://commission.europa.eu/business-economy-euro/doing-business-eu/corporate-sustainability-due-diligence\\_en](https://commission.europa.eu/business-economy-euro/doing-business-eu/corporate-sustainability-due-diligence_en).



tendens van de voorbije tien jaar of zo om algemeen-belang-gerechtelijke procedures door NGOs te faciliteren.<sup>64</sup>

Ook beleggingsfondsen, vooral pensioenfondsen, daaronder disproportioneel vaak pensioenfondsen die het geld van religieuze organisaties beheren, laten zich evenmin onbetuigd en lanceren aandeelhoudersvoorstellen over ESG-thema's. Soms kopen NGOs enkele aandelen teneinde dergelijke aandeelhoudersrechten te kunnen inschakelen in hun campagne tegen vervuilende bedrijven of andere zondaars. De voorbeelden van "halo activism", zijnde aandelhoudersactivisme door beleggingsfondsen dat niet kan verklaard worden door winstmotieven, maar enkel door de wens "ESG-verbeteringen" te bewerkstelligen bij vennootschappen, zullen wellicht altijd uitzonderlijk blijven. Maar het is geen zeldzaamheid meer dat aandeelhouderresoluties worden voorgelegd rond ESG-thema's (vooral rond klimaat), niet alleen door investeringsfondsen maar ook door NGOs die enkele aandelen kopen met als enige doel aandeelhoudersrechten te kunnen uitoefenen ter ondersteuning van hun ESG-campagne tegen bedrijven.<sup>65</sup>

Voor de vennootschapsjurist rijst hier de boeiende vraag of het positiefrechtelijk rechtmatig is, en beleidsmatig opportuun, dat kleinaandeelhouders via de algemene vergadering invloed op de strategie van de vennootschap proberen uit te oefenen. In Nederland en Duitsland wordt immers traditioneel aangenomen-maar vandaag in vraag gesteld- dat het bepalen van de strategie de exclusieve bevoegdheid van het (uitvoerend) bestuurorgaan is. Shell levert, als lijdend voorwerp van "strategic litigation" door NGOs, een disproportioneel grote bijdrage aan de rechtsontwikkeling op deze gebieden. Illustratief voor de uiteenlopende houding van rechtbanken uit verschillende Europese landen zijn de Haagse klimaatzaak tegen Shell<sup>66</sup> versus de afgeleide vordering (minderheidsvordering) tegen Shell-bestuurders die door een Londense rechtbank in de kiem gesmoord werd.<sup>67</sup> In de Haagse klimaatzaak lanceerde een

---

<sup>64</sup> Daarover de preadviezen 2020-21 van de afdelingen Privaatrecht en Publiekrecht van de Vereniging voor de vergelijkende studie van het recht van België en Nederland, en in het bijzonder het preadvies van M. Kruithof, "Privaatrechtelijke facetten van algemeen belangacties bij de Belgische justitiële rechter," in *Preadviezen 2020-2021 : de algemeenbelangactie en de civiele rechter - oplichting*, Den Haag: Boom Juridisch, 2021, pp. 73-153 (een versie van die tekst werd ook in het *TPR 2022*, p. 21-129 gepubliceerd).

<sup>65</sup> H. De Wulf "Towards a political corporation? NGOs as ESG shareholder activists and litigators influencing corporate strategies in Europe" in A. van Hoe en T. Vos (eds.), *Shareholder activism in Belgium*, Larcier Intersentia, September 2023; Voor de V.S. R. Tallarita, "Stockholder Politics", *73 Hastings Law Journal*, 2022, 1697-176. Zie ook de belangrijke bijdrage, voor Europa, van M. Bakker, "Shareholder proposals and sustainability: an empirically-based critical reflection", *ECFR 2023*, 276-313.

<sup>66</sup> Rechtbank Den Haag, 26 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5339.

<sup>67</sup> *ClientEarth v Shell Plc & Ors (Re Prima Facie Case)* [2023] EWHC 1137 (Ch) (12 May 2023), beschikbaar op <https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2023/1137.html>. en de bespreking in H. De Wulf, "The failed derivative action by ClientEarth against Shell's directors: minority shareholders should not try to





NGO een algemeenbelangvordering tegen Shell (ten behoeve van de inwoners van Nederland en het Waddengebied) waarbij op basis van het onrechtmatigedaadsrecht een injunctie tegen Shell nagestreefd werd om die vennootschapsgroep te verplichten haar CO<sub>2</sub>-emissies tegen 2030 met 45% te reduceren, uitgaande van het niveau in 2019. De rechtbank in eerste aanleg wees de vordering toe, aldus zelf *out of thin air* milieureglementering voor Shell creërend. Materieel werd daarvoor gesteund op het onrechtmatige daadsrecht, waarin een als dusdanig, zonder discussies over schade of causaal verband, zelfstandig afdwingbare zorgplicht werd ontwaard, waarvan de inhoud in belangrijke mate vorm gegeven werd door injectie met het recht op (eerbiediging van het privé-)leven uit de artikelen 2 en 8 EVRM. Door te oordelen dat hier van een *recht* sprake was, kon de rechtbank oordelen dat zij dit recht op leven niet hoefde af te wegen tegen andere legitieme belangen. Een heel andere mentaliteit spraak uit het vonnis van het Londense High Court waarin geoordeeld werd dat de afgeleide vordering die een NGO had ingeleid tegen bestuurders van Shell, geen doorgang mocht vinden. De eisers verweten de bestuurders in wezen dat zij Shell aan onverantwoorde risico's blootstelden door een inadequaar klimaatbeleid voor de vennootschap ontwikkeld te hebben, en dat zij het Haagse klimaatvonnis te traag omzetten in concrete acties van de Shell-groep. De Londense rechter oordeelde dat de ontvankelijke vordering geen voortgang mocht vinden, in wezen omdat het niet aan eigenaars van slechts een handvol Shell-aandelen toekomt om te proberen via een rechtbank het klimaatbeleid van Shell te bepalen, al helemaal niet nu bleek dat een overweldigende meerderheid van aandeelhouders het aan de algemene vergadering voorgelegde klimaatbeleid van Shell steunde. Het High Court beandrukte daarbij dat het uitwerken van een dergelijk klimaatbeleid de afweging van verschillende belangen vergt, en dat die taak aan het vennootschapsbestuur toekomt zonder dat rechters, buiten gevallen van kwade trouw, in die belangenafweging mogen tussenkomen. Duidelijk een heel andere filosofie dan die van de Haagse rechtbank.<sup>68</sup>

De raad van bestuur van genoteerde vennootschappen, blootgesteld aan activisme van uiteenlopende soorten aandeelhouders en zoals gezegd soms ook van NGOs, is nu meer dan ooit voorheen een “brandpunt van contraire belangen”<sup>69</sup>. In dat verband beginnen de eisen gesteld aan de samenstelling van het bestuur van genoteerde vennootschappen stilaan in een onmogelijke puzzel te resulteren. De raad van bestuur moet voldoende personen bevatten met een zekere kennis over en ervaring met de economische sector waarin de vennootschap actief is (bv. vliegtuigbouw), en ook minstens één, liefst meerdere financieel en

---

determine a corporation’s climate strategy through the courts”, *European Company Case Law*, vol. 1, issue 2, 2023.

<sup>68</sup> Zie naast mijn in de vorige voetnoot 64 geciteerde annotatie ook P. Davies, “Shell: a tale of two courts”, Oxford Business Law Blog, 6 oktober 2023, <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/10/shell-tale-two-courts>.

<sup>69</sup> Naar de uitdrukking van de Nederlandse hoogleraar Löwensteyn in een boek met gelijkaardige titel uit de jaren 1950.



boekhoudkundig geletterden. Die laatste(n) moet(en) zeker in het auditcomité zetelen, en bijgevolg onafhankelijk zijn ten opzichte van zowel management als grootaandeelhouders, het kan dus niet om bv. de financieel directeur van de vennootschap gaan. In het eveneens *de facto* verplichte benoemings- en remuneratiecomité zit liefst iemand met HR en/of remuneratieexpertise. Onder de niet-uitvoerende bestuurders, die liefst een sterke meerderheid binnen het bestuur vormen en die de monitoringcomités binnen het bestuursorgaan bevolken, moeten er voldoende onafhankelijke bestuurders zijn -naast dus industrieexperten. Tegenwoordig gaan vele stemmen op die beweren dat het goed zou zijn dat onder de niet-uitvoerende bestuurders ook een ESG-specialist of *lead director* wordt toegevoegd. Als men werkelijk onafhankelijke bestuurders wil, zal men mensen moeten selecteren die niet alleen een sterke ruggespraak hebben, maar die bovendien niet financieel afhankelijk zijn van hun bestuursmandaten. Zoniet is werkelijke onafhankelijkheid niet haalbaar, vooral niet tegenover diegenen die de bestuurder benoemen, kunnen ontslaan en zijn vergoeding moeten goedkeuren. Als het even kan duidt men de heiligste onder hen aan als “lead director”, hoewel het mij beter voorkomt om in vennootschappen waar de voorzitter niet tevens CEO is- en wie zou dat vandaag nog aandurven- de voorzitter meteen die rol van tegengewicht tegen de CEO te laten spelen -al moet de voorzitter een voorzitter van allen zijn, en niet alleen van de niet-uitvoerende bestuurders, laat staan alleen van de onafhankelijken. Uiteraard moet die raad van bestuur tegenwoordig erover waken dat de vennootschap een DEI (*diversity, equity and inclusion*)-beleid heeft uitgewerkt, en moet dat weerspiegeld worden in de samenstelling van de raad van bestuur zelf, die onder die mix van industriespecialisten, monitoringspecialisten, stakeholdervertegenwoordigers, onafhankelijken en financieel geletterden in elk geval voldoende vrouwen in verhouding tot mannen telt (in die landen die zogenaamde *gender*quota kennen - zoals in de EU- speelt gender in werkelijkheid geen rol in de regelgeving, alleen geslacht). In duale bestuurssystemen heeft men de luxe dat de raad van toezicht per definitie alleen uit niet-uitvoerende bestuurders bestaat, maar de bijkomende moeilijkheid dat er vaak werknemersmedezeggenschap geldt, zodat men bv. niet alleen rekening moet houden met de wettelijk opgelegde minimumratio man/vrouw, maar ook werknemersvertegenwoordiger versus aandeelhoudersvertegenwoordiger.

In de Verenigde Staten is, als onderdeel van de politieke *culture wars*, inmiddels een stevige *backlash* tegen ESG bezig.<sup>70</sup> Terwijl Californië meer en meer Europees aandoende duurzaamheid- en diversiteitswetgeving aanneemt, nemen Republikeinse beleidsmakers in staten als Florida en Texas (maar ook in het dunbevolkte mid-westen) maatregelen om *asset managers* te ontraden bij hun investeringen met ESG-factoren rekening te houden - in een aantal staten die zelf nauwelijks een fondsenindustrie hebben, is zelfs symboolwetgeving aangenomen die het aan fondsen verbiedt rekening te houden met ESG-factoren bij hun

---

<sup>70</sup> Zie voor een overzicht bv. B. Masters en P. Temple-West, “The real impact of the ESG backlash”, *Financial Times*, 4 december 2023.



investeringsbeleid- en de geesten van de Amerikaanse jeugd te bederven door ESG-thema's te promoten. Daartoe verbiedt men bv. statelijke ambenaren om het beheer van publieke pensioenfondsen toe te vertrouwen aan vermogensbeherders die “te woke” zijn of, wat daarvan onderdeel is, de olieindustrie niet genoeg genegen zijn. Larry Fink, de prominente baas van BlackRock die in verschillende van zijn jaarlijkse brieven aan Amerikaanse CEO's aandacht had gevraagd voor *corporate purpose*, de belangen van andere stakeholders dan aandeelhouders, en ESG-thema's, kwam in een publieke storm terecht, waarbij vooral Repubikeinse politici probeerden zijn naam te besmeuren. De SEC werkt dapper verder aan haar *ESG disclosures*-programma, maar het valt te bezien of dit een andere president (en dus andere SEC-voorzitter) en aanvallen via de rechtbanken zal overleven.

In Europa leeft ongetwijfeld bij velen het besef dat het Europese bedrijfsleven aan dure openbaarmakingsverplichtingen en aan zorgplichten onderworpen wordt die nergens anders in de wereld in die mate gelden, noch in de VS of China, maar evenmin in de Verenigde Arabische Emiraten, Latijns-Amerika of India, laat staan in het Aziatische Zwitserland dat Singapore is. Goed voor de competitiviteit van Europese ondernemingen is dit niet. En onlangs werd ik geconfronteerd met een Ethiopische LLM-student die beweerde dat wanneer Europese rechtbanken en regelgevers zorgvuldigheidsnormen opleggen en afdwingen tegenover in Afrika gevestigde ondernemingen, dit een vorm van neo-kolonialisme is. Maar Europese beleidsmakers lijken vooralsnog te geloven dat dit een prijs is die het waard is te betalen niet alleen voor minder klimaatvriendelijke bedrijven, maar ook bedrijven die zich ook buiten Europa meer gedragen overeenkomstig de waarden die in de Europese mensenrechten tot uitdrukking komen. Zelfs als binnenkort ook over West-Europa een rechts-populistische politieke golf zou rollen -onwaarschijnlijk is dat niet, maar zeker allesbehalve- denk ik niet dat op gebied van corporate governance de regulerende slinger al in de andere richting zal bewegen. Allerlei wetgeving die al is aangenomen in het kader van de Green deal, zoals bv. het ganse raamwerk om *greenwashing* tegen te gaan, zal niet worden teruggedraaid. Relatief grote ondernemingen zullen aan de door de *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) enorm uitgebreide niet-financiële rapporteringsverplichtingen onderworpen blijven. Die openbaarmakingsverplichtingen zullen hun sturende werking blijven uitoefenen<sup>71</sup>: wanneer men wettelijk verplicht is bijvoorbeeld een diversiteitsbeleid en een klimaatactieplan openbaar te maken, wordt men natuurlijk ook gedwongen dergelijk beleid te ontwikkelen, terwijl men het zonder de openbaarsmakingsverplichting misschien helemaal niet ontwikkeld zou hebben. Verder lijkt het er op het moment van schrijven (december 2023) toch sterk op dat de CSDDD zal aangenomen worden, nu Raad en Parlement eerder deze maand een politiek compromis daarover bereikten. Ik heb ook altijd gedacht dat dit ondanks

---

<sup>71</sup> Over de sturende werking van openbaarmakingsverplichtingen inzake duurzaamheid, zie onder meer S. Hijink, “Duurzaamheid en onzekerheid in het ondernemingsrecht” in C.D.J. Bulten & R. Abma (Eds.), *Duurzaam ondernemingsrecht*, Serie vanwege het van der Heijden Instituut, 184, Wolters Kluwer, 2023, 33-48.



het veranderende politieke klimaat zou gebeuren, omdat het Franse en Duitse bedrijfsleven niet willen dat alleen zij, ten gevolge van de reeds in voegde zijnde Franse en Duitse due diligence-wetgeving, aan dergelijke zorgplichten onderworpen zouden worden.

De CS3D is een teken dat de creatie van ondernemingsregulering weggenomen wordt van ondernemingsrechtsspecialisten. De zorgplicht die de Richtlijn wil invoeren en uitwerken is voor het eerst ter sprake gekomen in de *UN Guiding Principles on Business and Human rights*, een soft law, niet-verbindende tekst uit 2011 waarvan ondernemingen wel éézijdig kunnen beloven dat zij hem zullen naleven. Reeds kort na de milleniumwissel begonnen academici en activisten (twee groepen waartussen een kleine doorsnede bestaat) volop te schrijven over zorgplichten en respect voor de mensenrechten doorheen de ganse waardeketen van een onderneming. Maar die auteurs waren ofwel verbonden aan NGOs, ofwel academici uit de sfeer van de mensenrechten, politieke wetenschappen, sociologie, en een enkele specialist *supply chain management*. Ondernemingsjuristen waren bijna volledig afwezig in het debat. Dat veranderde pas echt toen Frankrijk een *devoir de vigilance* invoerde. De eerste ontwerp teksten voor de CSDDD, vooral de teksten voor zij door de raad der Ministers werden bewerkt, waren in een weinig precieze, enigszins onjuridische taal geschreven. In de resolutie van het Europese Parlement uit maart 2021 waarin het Parlement Commissie en Raad aanmaande van een richtlijn werk te maken, en waarbij al een mogelijke ontwerp tekst was gevoegd, werd geen onderscheid gemaakt tussen juridisch bindende en niet- bindende teksten over mensenrechten, arbeidsverhoudingen en milieubescherming. Er werd ook geen onderscheid gemaakt tussen teksten die gericht waren tot staten, tot ondernemingen, of tot beide. Evenmin werd er een voorkeur gegeven aan Europese mensenrechtenteksten zoals het EVRM. De zorgplicht van ondernemingen werd ingevuld door, in de bindende (ontwerp-) richtlijntekst te verwijzen naar een zeer uitgebreide lijst van teksten, opgenomen in een bijlage, met zeer heteroog karakter. Dit was volgens mij een uiting van de manier waarop veel niet-juristen die met mensenrechten begaan zijn, naar die mensenrechten kijken: vanuit een ethisch standpunt vindt men dat mensen bepaalde aanspraken zouden moeten hebben, en die vertaalt men dan in de verklaring dat er een corresponderend mensenrecht bestaat, waarvan men aanneemt dat, omdat het op papier is gezet door een werkgroep van bv. de Verenigde Naties, een afdwingbaar subjectief recht is dat door iedereen, ook private ondernemingen, gerespecteerd moet worden, zodat de wereld in overeenstemming met het recent geformuleerde recht kan gebracht worden. In de sterk bijgestuurde latere teksten, bv. het standpunt van de Raad uit november 2022, werd sterk gesnoeid in die onprecieze verwijzingen naar een dispaaraat geheel aan teksten, maar typerend blijft toch dat het concept “adverse impact” centraal blijft staan. Wanneer een bedrijf een negatieve impact dreigt te creëren op mensenrechten of milieu, moet het dit proberen voorkomen. Dit is een zeer verre gaande plicht tot het internaliseren van negatieve externaliteiten, of preciezer tot het voorkomen van de creatie van negatieve externaliteiten. Ondernemingsrechtsspecialisten



zouden het woord “adverse impact” niet in een wettekst ingeschreven hebben, zo is mijn inschatting, milieu-of mensenrechtenspecialisten die meer begaan zijn met het verbeteren van de wereld, dus wel.

Enkele jaren geleden maakte ik enkele online sessies mee georganiseerd door doctorandi mensenrechten aan onze faculteit, waarbij één of meer papers over een mensenrechtelijk onderwerp aanleiding waren tot een doorgaans alle richtingen uitwaaiende discussie. Zowat de helft van het dozijn deelnemers waren jonge academici die geen jurist waren (maar bv. politologen, literatuurwetenschaper of zelfs een bio-ingenieur). Het viel mij op hoe sterk die niet-juristen aan *wishful thinking*, wens-denken deden. Niet in een negatieve betekenis van zelfbedrog, maar wel in de toch niet zo positieve betekenis van ervan uitgaan dat de realiteit zich moet en ook zal aanpassen aan het recht of wat jij zou willen dat het recht is (misschien is dit wel de essentie van de mentaliteit van de gelovige die in een hiernamaals gelooft, en dan soms ook de neiging heeft te geloven dat hiernamaals reeds hier op aarde te moeten verwezenlijken? -cf. Marx' visioenen over de onvermijdelijke dictatuur van het proletariaat). Uit het feit dat ergens in een document een mensenrecht geformuleerd was, soms ook zonder dat een mensenrecht uit een document bleek doch slechts geanimeerd door een oprecht en wat mij betreft volledig gerechtvaardigd en op zich aan te wakkeren ethisch vuur dat bepaalde toestanden in onze wereld onaanvaardbaar zijn, spraken die niet-juristen alsof op iedereen een plicht rustte om het mensenrecht te *actief te verwezenlijken*; meer nog, ze leken er doorgaans van uit te gaan dat de wereld reeds in overeenstemming met dat mensenrecht functioneerde - het recht zit als het ware in de natuur der wereld ingebakken- en dat waar dat uitzonderlijk eens niet het geval was, dat onrecht de wereld uitgeholpen moest worden, punt, *zonder dat andere overwegingen van enige tel waren*. De realistische jurist -en ook de politiek en democratisch denkende jurist-, zeker de civilist, zal doorgaans anders naar de zaak kijken en zich afvragen wat de precieze inhoud van het geformuleerde mensenrecht is, wie voor de afdwinging ervan kan opkomen, met welk soort eisen, tegen wie, via welke kanalen (bv. via een administratieve overheid dan wel via een internationaal mensenrechtenhof). Zelf heb ik sinds pakweg mijn vijftiende, toen ik met mijn beste vriend uren discussieerde over de verbetering van de wereld, een intellectuele (dwz niet tegen de persoon gerichte) hekel aan mensen die klagen over onwenselijke toestanden in onze wereld zonder een voorstel te hebben over hoe er concreet iets kan gedaan worden aan die toestanden. Je mag zeker één of twee keer klagend de aandacht trekken op een wantoestand, maar vervolgens moet je er iets aan proberen doen, althans concrete actieplannen formuleren ten behoeve van hen die de macht (en tijd) hebben er iets aan te doen, ofwel erover zwijgen, althans niet zeurderig en *completely unhelpful* met het vermanende vingertje blijven zwaaien “dat het toch erg is”. Hier in het ondermaanse zal je dan moeten beseffen dat de maatregelen die je voorstelt, doorgaans zullen ingaan tegen zowel de neigingen als belangen van bepaalde groepen mensen, die voordelen putten uit de huidige toestand. Je zult dus een belangenafweging moeten maken -iets wat tot mijn groot verdriet





genegeerd wordt door zij die te onpas voortdurend met “rechten” zwaaien- en als die belangenafweging uitvalt in het nadeel van een bepaalde groep, zul je een plan moeten hebben om degenen die nadelig geraakt worden in hun belangen door je plan, ofwel toch te overtuigen van de degelijkheid van uw plan, zodat ze er minstens passief (dwz actief verzet achterwege latend) aan willen meewerken, ofwel hun invloed in de maatschappij moeten omzeilen of neutraliseren. Je zal dus *als een politicus* moeten denken en ageren. Zeggen dat de groep wiens belangen jij wil laten winnen “een recht” hebben, *will not do at all*. Waarom deze uitweiding in een tekst over corporate governance? Omdat ik de indruk heb dat duurzaamheidsdebatten die ook in verband met ondernemingen worden gevoerd, ertoe geleid hebben dat een ander soort jurist dan de zorgvuldige civilist die de ondernemingsjurist doorgaan is, en ook niet-juristen, niet alleen meer invloed dan 20 jaar geleden in het maatschappelijk debat hebben (dat vind ik -geloof u mij alstublieft- zonder meer positief) maar ook meer invloed op de formulering van wetteksten of juridische debatten, en dat laatste betreurt ik omdat ik niet geloof dat beginselverklaringen met recht mogen verward worden, en het belangrijk vind dat men beseft dat de meeste rechtsregels het gevolg zijn van een belangenafweging die men niet mag verdoezelen. Als jurist vind ik het een doodzonde als iemand er volkomen ten onrechte van uitgaat dat alle *belangen* met een subjectief *recht* moeten beschermd worden laat staan positiefrechtelijk reeds aldus beschermd worden. *Rights are trumps*, en in die zin a-politiek (namelijk eens gealloceerd niet het verdere voorwerp van een belangenafweging) vandaar dat onze maatschappij spaarzaam moet omspringen met het creëren en toewijzen van subjectieve rechten. Subjectieve rechten zijn namelijk ook ondemocratisch, precies omdat de titularis de onverminderde afdwinging ervan, zonder verdere discussie, tegenover iedereen kan eisen.<sup>72</sup> Het is dan ook belangrijk dat de *formulering en erkenning* van een recht democratisch gebeurt en dat rechters geen subjectieve rechten uitvinden, doch alleen bestaande rechten afdwingen. Dat de belangenafweging die tot de formulering en allocatie van een recht leidt, democratisch-politiek gebeurt, is zo belangrijk omdat er vaak geen “wetenschappelijke” of rationeel verantwoorde criteria (van rechtvaardigheid, van efficiëntie, ...) bestaan om die belangenafweging door te voeren (laat staan dat men het recht uit de natuur kan aflezen). Het recht van de ene is de plicht en kost van een andere, zonder dat het steeds of zelfs maar vaak op puur rationele gronden kan verklaard worden dat X de kost veroorzaakt door Y’s recht moet dragen. Het is daarom van belang dat de belangenafweging die tot allocatie van rechten leidt, gebeurt door politici die (als groep) potentieel de ganse maatschappij vertegenwoordigen (democratisch verkozen dus, liefst als lid van een partij waarvan het programma zelf door interne deliberaties en daarom als *compromis* - het tegendeel van een recht- tot stand is gekomen, en niet door het dictaat van de partijvoorzitter, zeker niet als dat zoals bij echt

---

<sup>72</sup> Uiteraard weet ik wel dat bv. de obligatoire component van contractuele vorderingsrechten niet tegenover iedereen kan afgedwongen worden; maar iedereen moet de afdwinging van het contractuele recht tegen de contractuele wederpartij (en daarom ook de externe, soms “maatschappelijke”, gevolgen van die afdwinging) dulden en “de verandering van de wereld” die daaruit voortvloeit dulden; dat bedoel ik in de hoofdttekst.





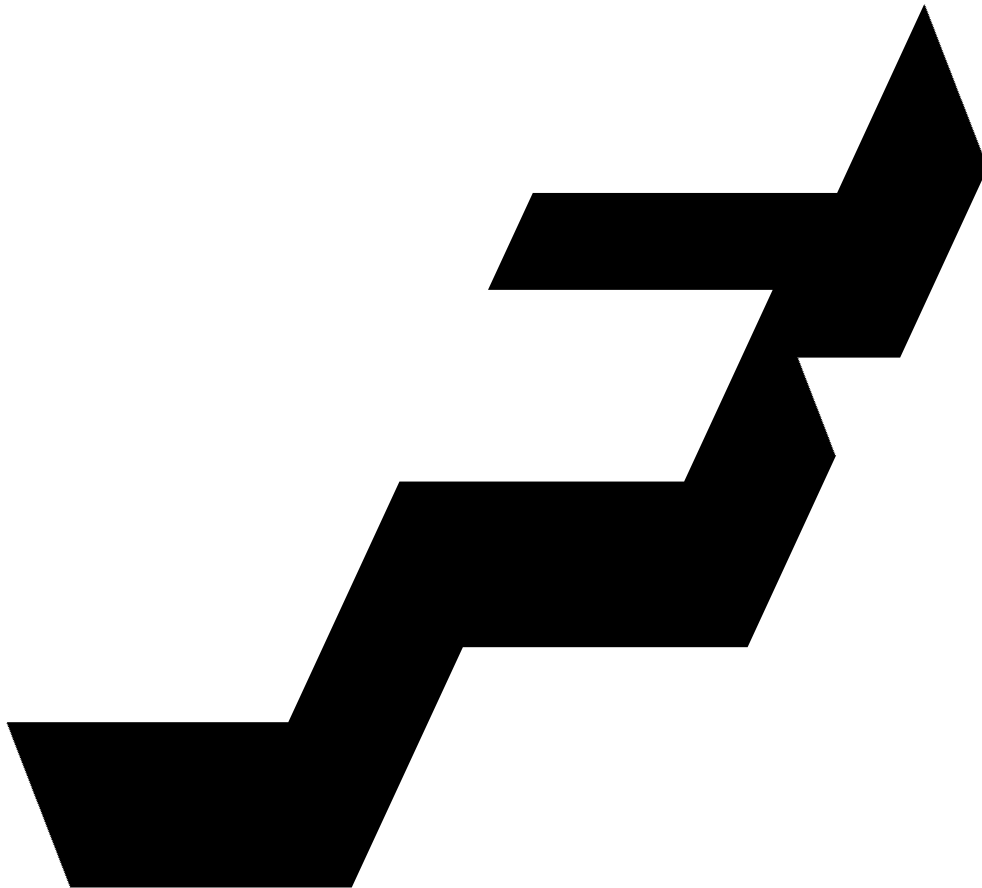
populistische partijen gebruikelijk is<sup>73</sup>, het enige (echte) partijlid is, spreekbuis van de door hem in 't diepst van zijn gedachten aangetroffen wil van het door hem afgebakende volk). Ik juich toe dat men probeert ondernemingen te dwingen zich te gedragen met respect voor mensenrechten en hun steen bij te dragen aan de ontwikkeling van een meer duurzame (i.e. klimaatologisch verantwoorde) samenleving. Maar ik ben geneigd te geloven dat men dat moet doen via specifieke regulering gemaakt door politici, en niet door rechters toe te laten zulke regulering te ontwikkelen door de interpretatie van als recht vermomde open streefdoelverklaringen.

De derde orde, het tijdperk waarin ondernemingen gedwongen worden iets meer met externe stakeholders rekening te houden en vooral meer dan ooit tevoren het bevel krijgen de kosten van hun negatieve externaliteiten te internaliseren (of die bevelen effectief afgedwongen zullen worden, is een boeiende vraag voor de nabije toekomst), is begonnen en ik denk niet dat de eventuele verkiezing van een reeks extreem-rechtse regeringsleiders in Europa of van Donald Trump in de VS op zich *in Europa* een einde zou maken aan de ingezette trend. Daarvoor is er al te veel Europese regulering uitgevaardigd en zijn er iets te veel hefboomen gecreëerd voor NGOs om het politieke proces via de rechtbanken te beïnvloeden.<sup>74</sup> Ik ben pessimistisch over de politieke toekomst van Europa en de VS in het komende decennium. Maar voor een academische observator vanuit pakweg Japan, staan er denk ik gegarandeerd buitengewoon boeiende corporate governance-ontwikkelingen voor de boeg in het Europese ondernemingsleven. Gelukkig voor mezelf is *mijn* emeritaat nog niet voor morgen, anders dan bij de gevierde Kris Bernauw. Een ticket naar Japan heb ik nog niet op zak.

---

<sup>73</sup> Zie het boekje dat plichtlektuur voor elke 18-jarige universiteitsstudent zou moeten zijn “Wat is populisme?” van de Duitse aan Princeton docerende politicoloog J.-W. Müller.

<sup>74</sup> De “nieuwe” politici kunnen natuurlijk wel de samenstelling van de rechtbanken beïnvloeden, zodat op langere termijn de nieuwe rechters toch kunnen proberen “verworven rechten” terug te draaien. Dit proces is al vrij ver gevorderd in de VS onder president Trump.



The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit in the Faculty of Law and Criminology of Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. The working papers are provisional.