

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 1999-5

May 1999

*Overnamereglementering en
de ontwikkelingen in de
Belgische
aandeelhoudersstructuur*

Christoph VAN DER ELST

*The **Financial Law Institute** is a department within the Law School of the University of Ghent, 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 results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.*

*For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:*

<http://allserv.rug.ac.be/~ewymeers>

*Overnamereglementering en de
ontwikkelingen in de Belgische
aandeelhoudersstructuur*

Christoph VAN DER ELST

Abstract:

The international research on corporate governance focuses i.a. on the influence of legal rules on the economic performance and organisation of the firm. This paper analyses the evolution of the ownership structure of Belgian stock exchange listed companies. The concentration of blockholders rises significantly during the period 1985-1989, the year of the introduction of the mandatory take over bid. By enlarging their stake, large shareholders didn't have to start a take over bid. They receive the control premium when selling the stake.

Comments to the author:

Christoph.Vanderelst@rug.ac.be

OVERNAMEREGLEMENTERING EN DE ONTWIKKELINGEN IN DE BELGISCHE AANDEELHOUDERSSTRUCTUUR

Christoph Van der Elst

Universiteit Gent

A. Inleiding.....	2
B. De aandeelhoudersstructuur van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen in 1977 en 1997.....	5
1. Betrokken vennootschappen.....	5
2. Aandeelhoudersstructuur.....	6
3. Free float.....	7
4. Gedetailleerde analyse.....	8
a) Free float.....	9
b) Grootste aandeelhouder.....	10
c) Tweede en derde grootste aandeelhouder.....	12
d) Evolutie van de aandeelhoudersstructuur van de beursgenoteerde vennootschappen ingedeeld naar beurskapitalisatie.....	13
i. Grootste vennootschappen.....	13
ii. Middelgrote vennootschappen.....	13
iii. Middelkleine vennootschappen.....	14
iv. Kleine vennootschappen.....	14
e) Evolutie van de controle van de beursgenoteerde vennootschappen.....	15
f) Evolutie van de concentratie van aandeelhouders bij beursgenoteerde vennootschappen.....	17
C. Gedetailleerde analyse van de evolutie van de aandeelhouderstructuren tijdens de periode 1977-1997.....	19
1. Inleiding.....	19
2. Evolutie van de free float en de grootste aandeelhouders.....	19
3. Evolutie van de aandeelhoudersstructuur.....	23
4. Evolutie van het aantal gecontroleerde vennootschappen.....	24
5. Evolutie van de concentratie van de aandeelhouders.....	25
D. Besluit.....	25

A. Inleiding

1. Sinds de overname van BBL door ING en van de Generale bank door Fortis staat de Belgische overnamewetgeving in het middelpunt van de belangstelling¹. Deze wetgeving, ingevoerd na de overnamepoging van De Benedetti op de Generale Maatschappij, vertoont tekortkomingen. Grote vennootschappen vinden geen aandeelhouders die tientallen of honderden miljarden op tafel willen leggen wanneer de de facto controlerende minderheidsaandeelhouder wil uitreden.

2. Vanuit economische invalshoek dient de wetgever bij de aanpassing van de overnamereglementering rekening te houden met een aantal bijzondere aspecten. Een aantal vragen kunnen dit illustreren. Is de markt gebaat bij het uitbrengen van een bod op alle aandelen wanneer de controle wijzigt? Verhoogt de verwerving van alle aandelen van een beursgenoteerde vennootschap na de overdracht van de controle de "shareholder value"? Welke maatregelen moeten in een gewijzigde overnamewetgeving ingebouwd worden opdat een optimale kapitaalstructuur ontstaat waarbij de rechten van alle partijen gevrijwaard blijven? Bij de redactie van een nieuwe overnamewetgeving kan de wetgever rekening houden met de empirische bevindingen voortspruitend uit oudere wijzigingen. Eén van de fundamentele aspecten van belang bij het opstellen van een nieuwe overnamereglementering is de aandeelhoudersstructuur van de Belgische vennootschappen.

3. Sinds de depressie van de jaren dertig ontwikkelde België een aandeelhoudersstructuur gestructureerd rond één of meer holdingvennootschappen. De holdingvennootschappen boden een oplossing voor de zwakke ontwikkeling van de Belgische kapitaalmarkt.² Sommige groepen zijn in cascadestructuur opgebouwd door één persoon of familie, andere zijn ontstaan in het kader van het Belgische koloniale beleid, een aantal holdingvennootschappen beschermen het familiaal patrimonium,... De ontwikkeling van deze groepen kwam in een stroomversnelling na de invoering van het Koninklijk Besluit nr. 2 van 22 augustus 1934 en het Koninklijk Besluit nr. 185 van 9 juli 1935. Met deze besluiten werd het risicovol beleggingsbeleid van banken aan banden gelegd.

¹ AvC. en P.-F.L., "Loi sur les sociétés commerciales appelée à évoluer", *Libre Belgique*, 11 juli 1998; FD/TOP, "CBF-voorzitter Duplat verdedigt rol in overnamestrijd G-Bank", *De Financieel-Economische Tijd*, 9 juni 1998, 1; JV, "Juridische oorlog om rechtsgeldigheid concurrerende biedingen", *De Financieel-Economische Tijd*, 2 juni 1998, 8; JV, "Commissie voor Bank- en Financiewezen verliest eer op slagveld Generale Bank", *De Financieel-Economische Tijd*, 4 juni 1998, 4; JV, "CBF laat twee gelijktijdige biedingen op Generale Bank toe", *De Financieel-Economische Tijd*, 3 juni 1998, 1; JV, "Botsende biedingen: Hoofdstuk II is niet Hoofdstuk III", *De Financieel-Economische Tijd*, 27 mei 1998, 8; J.V., "Fortis-Generale test opnieuw overnamewetgeving", *De Financieel-Economische Tijd*, 18 februari 1998, 6; J.V., "Duplat: Fundamentele discussie over overnamewet is noodzakelijk", *De Financieel-Economische Tijd*, 7 januari 1998, 1; J.V., "Aanpassing overnamewet is meer dan technisch gegeven", *De Financieel-Economische Tijd*, 27 november 1997, 7; J.V., "Koninginnenstuk moet herschreven", *De Financieel-Economische Tijd*, 8 november 1997, 2.

² RIJNEN, H., "Holdings als oplapmiddel voor te weinig ontwikkelde beurs", *De Financieel-Economische Tijd*, 6 april 1996, 7. In de Verenigde Staten had de industriële sector op het einde van de 19de eeuw behoefte aan grote kapitalen. De kredietinstellingen konden deze behoefte onvoldoende dekken. Zoals in België de holdings, bood in de V.S. de effectenmarkt een goed alternatief (Voor een bespreking van deze evolutie, zie ROE, M., "Path Dependence, Political Options and Governance Systems", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (eds.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 165-184 en ROE, M., "Chaos and Evolution in Law and Economics", *Harvard Law Review*, January 1996, 641-668).

4. De ontwikkelingen van de Belgische aandeelhouderscultuur moeten gezien worden in verhouding tot het belang van de beurs t.o.v. de globale Belgische economie. België kent geen aandelenmarkt zoals de Angelsaksische landen, waar de beurskapitalisatie groter is dan het bruto nationaal produkt (tabel 1). Binnen Europees perspectief behoort België inzake de ontwikkeling van de kapitaalmarkt tot de middenmoot. In Zwitserland³ en Nederland⁴ zijn enkele vennootschappen van wereldformaat beursgenoteerd waardoor de verhouding van de beurskapitalisatie tot het bruto nationaal produkt veel hoger is dan in België. De verhouding in België is evenwel groter dan in Frankrijk, Duitsland of Italië.

België had in het verleden een behoorlijk aantal beursgenoteerde vennootschappen. De particuliere of institutionele beleggers die een deel van hun portefeuille investeerden in beursgenoteerde vennootschappen waren evenwel slechts geïnteresseerd in het rendement in verhouding tot andere beleggingsvormen en besteedden geen aandacht aan de wijze waarop de vennootschappen werden bestuurd en geleid. De betrokkenheid van de aandeelhouders bij het ondernemingsgebeuren was zeer gering. Hieruit volgt dat slechts een handvol aandeelhouders aanwezig waren op de algemene vergadering. Om wisselmeerderheden te verhinderen, dienden de holdingvennootschappen dan ook slechts een beperkt aantal aandelen te bezitten.

TABEL 1
VERHOUDING BEURSKAPITALISATIE / BNP

	1975	1980	1985	1990	1994	1996
België	15	8	26	34	37	45
Duitsland	12	9	29	24	24	29
Frankrijk	10	8	15	26	34	39
Nederland	21	17	47	42	67	98
Italië	5	6	14	14	26	21
Groot-Brittannië	37	38	77	87	112	153
Zwitserland	30	42	91	70	111	139
V.S.	48	50	57	56	75	112
Japan	28	36	71	100	78	66
gemiddeld	22,9	23,8	47,4	50,3	62,7	78,0

bron: 1975-1994: OESO, *Tendances des marchés des capitaux*, Parijs, 1995, 19; 1996: eigen berekeningen op basis van Banque de France, Bulletin, Augustus 1997, 200 en European Stock Exchange Federation, Annual Report, 1996.

In Nederland bestond evenmin veel interesse in hoofde van de aandeelhouders om in te grijpen in het vennootschapsleven. Om toevallige wisselmeerderheden te verhinderen ontwikkelde de Nederlandse wetgever het structuurregime. Belangrijke aandeelhoudersrechten werden overgedragen van de aandeelhouders naar de raad van commissarissen. Naderhand bouwden de Nederlandse vennootschappen andere beschermingsmaatregelen in die de vijandige overname van een Nederlandse vennootschap zonet onmogelijk maakten, dan toch sterk bemoeilijkten.⁵

³ Nestlé, Roche, U.B.S., ...

⁴ Koninklijke Shell, Unilever, Philips, ING, ABN-AMRO,...

⁵ Voor een literaire beschrijving van de ontwikkeling van het Nederlandse aandeelhouderschap, zie B.T.M.

Frankrijk ontwikkelde inmiddels een systeem van kruisparticipaties, meervoudig stemrecht en 'noyaux durs'⁶. Ook deze vorm van participaties verhinderde dat een algemene vergadering onverwachte beslissingen zou nemen. Het Duitse systeem stelde op deelnemen van banken en vooral de mogelijkheid van het uitoefenen van de stemrechten van aandelen die in bewaring waren gegeven bij de Duitse kredietinstellingen.⁷

Concreet cijfermateriaal over de werking van deze technieken ontbreekt of ontbeert de nodige homogeniteit. Cijfermateriaal over de (vijandige) overnames tonen evenwel aan dat de verschillende structuren allen de benodigde efficiëntie vertoonden tijdens de jaren tachtig. Het aantal vijandige overnamebiedingen is in Duitsland en Nederland vrijwel onbestaande⁸ terwijl ook in Frankrijk en België het aantal zeer beperkt bleef.⁹

5. Het Belgische systeem werkte behoorlijk tot het einde van de jaren tachtig. Toen bleek bij het uitbrengen van één vijandig overnamebod dat enkel een wetgevend ingrijpen kon verhinderen dat Belgische vennootschappen in 'vijandige' buitenlandse handen overgingen.¹⁰

De vraag dient gesteld welke wijzigingen deze wetgeving heeft veroorzaakt dan wel of de overnamewetgeving de intensiteit van de veranderingen heeft beïnvloed.

6. Sinds de jaren zeventig ontwikkelde de boekhoudwetgeving uitgebreide verplichtingen inzake de openbaarmaking van participaties. Deze ontwikkeling maakt het mogelijk inzicht te verwerven in de aandeelhoudersstructuur en de evolutie van het aandeelhouderschap sinds de in werking treding van het Koninklijk Besluit van 8 oktober 1976 met betrekking tot de jaarrekening van de ondernemingen¹¹.

STEINS BISSCHOP, "Ontwikkelingen in het Aandeelhouderschap", *Tijdschrift Financieel Management*, 1994, nr. 5, 38-45.

⁶ Voor een bespreking zie L'HELIAS, S., *Le Retour de L'Actionnaire*, Parijs, Gualino éditeur, 1997, 50-55. Voor een grafische voorstelling van de belangrijkste financiële banden, zie OECD, *Etudes Economique de l'OECD: France*, Paris, 1997, 136.

⁷ Voor een analytische bespreking zie FRAUNE, C., *Der Einfluss institutioneller Anleger in der Hauptversammlung*, Köln, Carl Heymanns Verlag KG, 1996, 191 p.

⁸ Voor een bespreking zie BYTTEBIER, K., *Het vijandig overnamebod*, Antwerpen, Maklu, 1993, p. 51 voor Duitsland en p. 54 voor Nederland. In Duitsland zouden tot het einde van de jaren tachtig vier overnamepogingen hebben plaatsgevonden waarvan geen succesvol (WYMEERSCH, E., "The Regulation of Takeover Bids in a Comparative Perspective", in *European Economic and Business Law*, BUXBAUM, R., HERTIG, G., HIRSCH, H., en HOPT, K., Berlijn, De Gruyter, 1996, 298).

⁹ In België zouden in 1988 zes vijandige overnamebiedingen hebben plaatsgevonden. Daarna waren de vijandige overnamebiedingen vrijwel onbestaande (zie WYMEERSCH, E., "A Status Report on Corporate Governance Rules and Practices in some Continental European States", in *Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research*, Oxford University Press, 1998, nr. 143). In Frankrijk zou tot op het einde van de jaren tachtig 30 vijandige overnamebiedingen hebben plaatsgevonden (BYTTEBIER, K., *Het vijandig overnamebod*, Antwerpen, Maklu, 1993, 53, noot liii). In 1989 zou één vijandig overnamebod hebben plaatsgevonden, in 1990 2 en in 1991 en 1992 geen (WYMEERSCH, E., "The Regulation of Takeover Bids in a Comparative Perspective", in *European Economic and Business Law*, BUXBAUM, R., HERTIG, G., HIRSCH, H. en HOPT, K., Berlijn, de Gruyter, 1996, 296).

¹⁰ Voor een korte bespreking zie WYMEERSCH, E., "The Proposal for a 13th Company Law Directive on takeovers: a multi-jurisdiction survey", *European Financial Services Law*, 1997, january, 2-4.

¹¹ B.S., 19 oktober 1976, err., B.S., 20 november 1976.

DAFSA heeft op basis van de jaarverslagen sinds 1977 statistische gegevens verzameld over de aandeelhouders en participaties van vennootschappen. De eerste editie van dit statistisch jaarboek verscheen in 1979. Latere edities zijn uitgebracht in 1982, 1983 en 1987. De gegevens hebben betrekking op twee boekjaren voorafgaand aan de publicatie. Deze informatie laat toe voor een groot aantal vennootschappen de aandeelhoudersstructuur voor de inwerkingtreding van de Wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen¹² met voldoende nauwkeurigheid vast te stellen¹³.

De eerste editie van de "Financiële verwantschappen in België" maakt het mogelijk voor 154 beursgenoteerde vennootschappen de aandeelhoudersstructuur te inventariseren. De andere edities vertonen niet dezelfde nauwkeurigheid als de eerste uitgave uit 1979. Het aantal vennootschappen waarvoor voldoende gegevens aanwezig zijn, is veel geringer voor de jaren 1981 en 1985. Na de inwerkingtreding van de Wet van 2 maart 1989 werden in het kader van dit onderzoek gegevens verzameld in 1991 en 1997.

8. Deze analyse heeft tot doel de aandeelhoudersstructuur van de beursgenoteerde vennootschappen in kaart te brengen tijdens de periode 1977-1997. Voor de jaren 1977 en 1997 werden alle gegevens die ter beschikking zijn in onderstaande analyse betrokken. Inzake de evolutie van 1977 tot 1997 was het mogelijk 56 vennootschappen te selecteren die gedurende de gehele periode beursgenoteerd waren en waarover de verschillende edities van de "Financiële verwantschappen in België" de aandeelhouders met voldoende nauwkeurigheid rapporteren.

B. De aandeelhoudersstructuur van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen in 1977 en 1997

1. Betrokken vennootschappen

9. De beurs van Brussel heeft een belangrijke ontwikkeling gekend tijdens de voorbije twee decennia. Tussen 1977 en 1997 verminderde het aantal beursgenoteerde vennootschappen met 47,5%. In 1977 waren 253 vennootschappen beursgenoteerd. In 1997 telde de beurs van Brussel slechts 133 noteringen. Inmiddels vervijftienvoudigde de beurskapitalisatie. Op 31 december 1977 bedroeg de beurskapitalisatie 335,765 miljard BEF, einde 1997 ruim 5.229,989 miljard BEF.¹⁴

TABEL 2: Relevantie van het onderzoek

	beurskap. in mln. BEF	onderzoek in mln. BEF	%	aantal beurs- gen. venn.	onderzoek	%
1977	335.765	200.891	59,83%	253	154	60,87%
1997	5.229.989	5.228.548	99,97%	133	132	99,25%

¹² B.S., 24 mei 1989.

¹³ Bij de meeste beursgenoteerde vennootschappen geldt het beginsel van één aandeel is één stem.

¹⁴ De cijfers medegedeeld door de Effectenbeursvennootschap van Brussel geven aan dat de beurskapitalisatie op het einde van 1997 5.102,2 miljard BEF bedroeg. Dit cijfer houdt geen rekening met de beurskapitalisatie van Powerfin. Dit aandeel was op dat ogenblik nog genoteerd op de Contantmarkt. Bij de berekeningen inzake de aandeelhoudersstructuur werd tevens rekening gehouden met deze vennootschap.

Tabel 2 geeft aan hoeveel vennootschappen betrokken zijn in het onderzoek en hoe groot de kapitalisatie is van deze vennootschappen. In 1977 bedroeg de kapitalisatie van de 154 vennootschappen 59,8% van de totale beurskapitalisatie, ongeveer evenveel als het relatief aantal vennootschappen (60,9%). Dit duidt aan dat vennootschappen uit alle grootteordes ongeveer evenredig vertegenwoordigd zijn. In 1997 zijn alle beursgenoteerde vennootschappen opgenomen in het onderzoek met uitzondering van de vastgoedbevak Serviceflats. Deze vennootschap staat slechts in voor 0,03% van de totale beurskapitalisatie.

2. Aandeelhoudersstructuur

10. Tabel 3 geeft een overzicht van de evolutie van de aandeelhoudersstructuur van de beursgenoteerde vennootschappen. In 1977 waren 59,04% van de aandelen in handen van niet-geïdentificeerde aandeelhouders. Dit aandeel liep in 1997 gevoelig terug tot 48,27%.

De daling van de free float¹⁵ werd opgevangen door de toename van het aandelenbezit van drie groepen aandeelhouders: de vennootschappen, het buitenland en de overheid.

De grootste groep van gekende aandeelhouders zijn zowel in 1977 als in 1997 de vennootschappen. Hun gedeclareerde participaties liep tussen 1977 en 1997 op van 27,99% tot 34,06%.

De internationalisering van de kapitaalmarkt komt tot uiting in de stijging van het buitenlands aandelenbezit van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen. Ongeveer 10,6% van alle beursgenoteerde aandelen is in buitenlandse handen. In 1977 bedroeg dit percentage slechts 7,4%.

TABEL 3
aandeelhoudersstructuur

	1977	1997	rel. wijziging
nat. personen	1,20%	1,65%	37,50%
niet-fin. venn.	27,99%	34,06%	21,69%
banken	0,67%	0,31%	-53,73%
verzekeringsond.	1,52%	1,49%	-1,97%
overheid	2,13%	3,49%	63,85%
andere	0,06%	0,09%	50,00%
buitenland	7,38%	10,63%	44,04%
free float	59,04%	48,27%	-18,24%
	100%	100%	

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, Financiële verwantschappen in België, Brussel, 1979.

Ook de overheid heeft een aantal aanzienlijke participaties. Ongeveer 3,5% van alle aandelen is in handen van de overheid, beduidend meer dan in 1977 (2,13%). De

¹⁵ Cf. infra nr. 11.

beursintroducties van Dexia en GIMV heeft het relatief belang van de overheid in de beursgenoteerde vennootschappen doen toenemen.

Het belangrijkste verschil met de overige twee vermelde categorieën aandeelhouders -vennootschappen en buitenlandse aandeelhouders - vloeit voort uit de concentratie van het aandelenbezit van de overheid. De overheid heeft slechts een beperkt aantal participaties. In 1977 concentreerde het aandelenbezit van de overheid zich rond participaties in de N.B.B., Ateliers Belges, Griffin en kleinere participatie in Asphaltes, Ibel en Cockerill. In 1997 bezat de overheid aandelen in 6 vennootschappen: Cockerill Sambre, GIMV, Mercantile Beliard, N.B.B., Dexia en indirect in Barco. De participaties liepen uiteen van 32,99% in Barco tot 99,81% in Mercantile Beliard.

De gedeclareerde participaties van de overige categorieën zijn te klein om eenduidige conclusies te trekken. Immers toevallige factoren kunnen deze kleine relatieve participaties sterk beïnvloeden. Niettemin kunnen enkele algemene vaststellingen getrokken worden. De participaties van de financiële instellingen zitten sterk geconcentreerd in enkele vennootschappen. Belgolaise, Crédit Général en Profrigo waren in 1997 dochtervennootschappen van de Generale Bank en de Kredietbank. De overige participaties van kredietinstellingen zijn zeer klein. In een aantal gevallen heeft een kredietinstelling in 1977 melding gemaakt van een participatie, evenwel zonder duiding van het procentuele belang.¹⁶

De individuele participaties van natuurlijke personen zijn eerder gering. De relatief grote omvang van het percentage is grotendeels te wijten aan één of enkele omvangrijke percentages: in 1977 hadden de familiale aandeelhouders de meerderheid in Delhaize, in 1997 hadden natuurlijke personen 29% in Solvay en ongeveer 30% rechtstreeks in Tubize¹⁷. Indirect zijn de natuurlijke personen en families één van de belangrijkste aandeelhouders van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen. Tot op heden is het evenwel niet mogelijk een volledige analyse te maken van dit indirect belang¹⁸.

De verzekeringsinstellingen hadden, zowel in 1977 als in 1997 een groot aantal participaties. In de meeste gevallen bleven de deelnemingen eerder klein. In een beperkt aantal vennootschappen oefende een verzekeringsonderneming samen met andere aandeelhouders de controle over de beursgenoteerde vennootschap uit.¹⁹ Zoals voor de kredietinstellingen hebben een aantal verzekeringsondernemingen in 1977 een deelneming in een beursgenoteerde vennootschap gedeclareerd zonder de melding van hun relatieve participatie.

3. Free float

11. Een belangrijk gegeven inzake de liquiditeit van de beurs vormt de 'free float'. Dit cijfer is de procentuele resultante van het verschil tussen alle aandelen en de aandelen in het bezit van de gekende aandeelhouders. Dit cijfer benadert slechts de werkelijke

¹⁶ Bv. Banque De Groof in Finoutremer.

¹⁷ indirect bezitten de familiale aandeelhouders de meerderheid van de aandelen.

¹⁸ Een partiële analyse is uitgevoerd door VAN WATERSCHOOT, J., "Corporate Governance: de aandeelhouders achter de beursgenoteerde bedrijven", *Bank Fin.*, 1997, 432-434.

¹⁹ Bv. Royale Belge samen met G.B.L. over Electrafina. Sinds begin 1998 heeft G.B.L. rechtstreeks meer dan 50% van de stemrechten (K.B., "Frère speelt hoog spel met Royale Belge", *De Financieel-Economische Tijd*, 4 februari 1998, 8).

free float. Deze laatste kan worden omschreven als de resultante van alle aandelen en deze in bezit van aandeelhouders die aan de vennootschap hebben kenbaar gemaakt een duurzame relatie te willen uitbouwen. Over deze relaties bestaat evenwel geen cijfermateriaal.

12. Tabel 4 geeft een overzicht van de free float van de vennootschappen per deciel in 1977 en 1997. 50% van de vennootschappen hadden in 1977 een free float van meer dan 50%, minder dan 17% van de vennootschappen hadden een free float van minder dan 30%. In 1997 zijn deze verhoudingen sterk gewijzigd. Slechts 27,2% van de vennootschappen heeft een free float van meer dan 50%, terwijl bij iets minder dan 1/3 van de vennootschappen minder dan 30% van de aandelen sterk verspreid is.

TABEL 4
free float

	1977			1997		
	aantal	%	cumul. %	aantal	%	cumul. %
0%-10%	6	3,90%		8	6,06%	
10%-20%	9	5,84%	9,74%	16	12,12%	18,18%
20%-30%	11	7,14%	16,88%	19	14,39%	32,58%
30%-40%	18	11,69%	28,57%	24	18,18%	50,76%
40%-50%	33	21,43%	50,00%	29	21,97%	72,73%
50%-60%	19	12,34%	62,34%	18	13,64%	86,36%
60%-70%	21	13,64%	75,97%	6	4,55%	90,91%
70%-80%	17	11,04%	87,01%	7	5,30%	96,21%
80%-90%	14	9,09%	96,10%	2	1,52%	97,73%
90%-100%	6	3,90%	100,00%	3	2,27%	100,00%
Totaal	154	100%		132	100%	

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, Financiële verwantschappen in België, Brussel, 1979.

4. Gedetailleerde analyse

13. Bij de berekening van de omvang van de free float en de participaties van de grootste aandeelhouders is geopteerd om zowel het gewogen als het ongewogen gemiddelde belang te berekenen. Het ongewogen gemiddelde is de breuk van de sommatie van de procentuele omvang van alle individuele belangen of free float en het aantal vennootschappen :

$$\frac{\sum_{i=1}^n (X_i)}{n}$$

met X: het procentueel belang of free float

i: de betrokken vennootschap en n: 154 (1977) of 132 (1997)

Het gewogen gemiddelde is de breuk van het produkt van de procentuele omvang van de individuele belangen of free float en de individuele beurskapitalisatie en de totale beurskapitalisatie van alle vennootschappen:

$$\frac{\sum_{i=1}^n (Y_i * X_i)}{Y_i}$$

met X: het procentueel belang of free float

Y: de beurskapitalisatie

i: de betrokken vennootschap en n 154 (1977) of 132 (1997)

14. De vennootschappen zijn ingedeeld in vier categorieën die in 1977 en 1997 in aantal procentueel relatief gelijk zijn. Ongeveer 12,5% van de vennootschappen zijn ingedeeld bij de grote vennootschappen, 20% bij de middelgrote, 32% bij de middelkleine en 35% bij de kleine vennootschappen. Tabel 9 geeft de grenzen inzake beurskapitalisatie van deze categorieën in 1997 en 1977 weer.

TABEL 5: Categorieën vennootschappen

in mrd. BEF	grootste venn.	middelgrote venn.	middelkleine venn.	kleine venn.
1977	>2	0,5-2	0,1-0,5	< 0,1
beurskap.	77,16%	15,51%	6,08%	1,25%
aantal venn.	19	30	52	53
	12,34%	19,48%	33,76%	34,42%
1997	> 100	15-100	3-15	< 3
beurskap.	70,79%	22,67%	5,42%	1,12%
aantal venn.	17	26	42	47
	12,88%	19,70%	31,82%	35,61%

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen, gegevens verstrekt door de Effectenbeursvennootschap van Brussel en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

15. Uit de evolutie van de beurskapitalisatie van deze categorieën valt af te leiden dat het aantal grote vennootschappen in 1997 relatief is toegenomen. Immers daalde de beurskapitalisatie van de grote beursgenoteerde vennootschappen van 77,2% in 1977 van de totale beurskapitalisatie naar 70,8% in 1997. De beurskapitalisatie van de middelgrote vennootschappen nam in dezelfde periode toe van 15,5% naar 22,7%. Dit betekent dat de beurs van Brussel vroeger meer een beurs van vele kleintjes en enkel grote vennootschappen was dan heden ten dage.²⁰⁻²¹ Het relatief belang van de andere vennootschappen is in deze periode niet veel gewijzigd.

a) Free float

16. De ongewogen free float is gedurende de periode 1977-1997 met ongeveer 12,5% afgenomen (tabel 6). Deze daling is het sterkst bij de kleine vennootschappen (-18,5%). Ook bij de grootste en de middelkleine vennootschappen is de daling

²⁰ Dit is mede een gevolg van het beleid van de Effectenbeursvennootschap van Brussel. De laatste jaren werden een aanzienlijk aantal kleine vennootschappen met illiquide aandelen uit de koerslijst geschrapt.

²¹ Zie dienaangaande VAN WATERSCHOOT, J., "Corporate Governance: de aandeelhouders achter de beursgenoteerde bedrijven", *Bank Fin.*, 1997, 433.

aanzienlijk. De ongewogen free float van de middelgrote vennootschappen is iets toegenomen.

17. De gewogen free float houdt tevens rekening met de beurskapitalisatie van de vennootschappen. Dit houdt in dat de totale free float nauw aansluit bij deze van de grootste vennootschappen. De daling tijdens de periode 1977-1997 is aanzienlijk. Op het einde van 1997 is minder dan de helft van de aandelen in handen van niet gekende aandeelhouders. In 1977 was dat nog bijna 60%. De daling is het sterkst bij de kleine vennootschappen (-19%), doch ook de grootste vennootschappen hebben in 1997 een doorzichtige aandeelhoudersstructuur. Voornamelijk deze laatste groep had een verspreid aandeelhouderschap in 1977. Bij de andere categorieën schommelde de free float reeds in 1977 rond de 50%. Opvallend is de toename van de free float van de middelgrote vennootschappen. Deze evolutie is te verklaren door de evolutie van de beurskapitalisatie van de individuele vennootschappen. Een aantal vennootschappen met beperkte free float die in 1977 bij de middelgrote vennootschappen behoorden zijn niet zo sterk gegroeid als de andere vennootschappen en behoorden in 1997 tot de categorie kleine of middelkleine vennootschappen. Daarnaast zijn een aantal vennootschappen met zeer beperkte free float inmiddels uit de beursnoteringen geschrapt.

TABEL 6

free float ongewogen		grootste venn.	middelgrote	middelkleine	kleine	totaal
	1977	59,20%	46,98%	49,67%	54,95%	52,14%
	1997	45,44%	47,53%	37,13%	35,36%	39,62%
gewogen						
	1977	62,45%	46,80%	48,08%	54,14%	59,04%
	1997	48,03%	52,33%	37,46%	33,34%	48,27%

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

18. Bij de grootste en middelgrote vennootschappen ligt de ongewogen free float boven de gewogen free float. Dit duidt aan dat binnen deze groepen vennootschappen de grotere vennootschappen een grotere free float hebben dan de kleinere. Bij de kleine en middelgrote vennootschappen is de relatie omgekeerd. De grotere vennootschappen binnen deze twee groepen hebben meer gekende aandeelhouders dan de kleinere vennootschappen.

b) Grootste aandeelhouder

19. De gemiddelde participatie van de grootste aandeelhouder is tijdens de periode 1977-1997 aanzienlijk toegenomen (tabel 7). Zowel ongewogen als gewogen is de stijging het sterkst bij de grootste vennootschappen. Daar waar een aantal grote vennootschappen in 1977 nog een sterk verspreid aandeelhouderschap hadden, is dit in 1997 nog nauwelijks het geval. Ook de grote vennootschappen hebben momenteel een referentieaandeelhouder of zelfs een meerderheidsaandeelhouder. Bij de kleine en middelkleine vennootschappen heeft de grootste aandeelhouder in 1997 bijna de helft van de aandelen. Over alle categorieën samen evolueerde de grootste aandeelhouder gemiddeld van minder dan een blokkeringsminderheid in 1977 tot meer dan 38% in 1997.

TABEL 7

grootste aandeelhouder

		grootste venn.	middelgrote	middelkleine	kleine	totaal
ongewogen						
	1977	26,46%	33,96%	34,53%	34,48%	33,41%
	1997	40,49%	36,93%	47,55%	47,25%	44,44%
gewogen						
	1977	22,28%	33,65%	34,10%	35,38%	24,92%
	1997	38,90%	34,57%	48,24%	46,44%	38,51%

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

c) Tweede en derde grootste aandeelhouder

20. Uit tabel 8 en 9 valt af te leiden dat hoofdzakelijk de participatie van de grootste aandeelhouder is toegenomen maar niet deze van de andere aandeelhouders. Gemiddeld evolueerden de participaties van de tweede en derde aandeelhouder nauwelijks. Bij beiden is een kleine afname vast te stellen doch deze wijzigingen zijn niet significant groot.

TABEL 8

2° aandeelhouder

		grootste venn.	middelgrote	middelkleine	kleine	totaal
ongewogen						
	1977	5,85%	10,52%	10,38%	7,32%	8,80%
	1997	7,69%	7,83%	8,43%	9,81%	8,71%
gewogen						
	1977	6,20%	10,50%	10,89%	6,79%	7,16%
	1997	6,75%	6,65%	8,37%	11,03%	6,86%

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

De Belgische aandeelhoudersstructuur wordt gekenmerkt door een grote aandeelhouder en vele kleintjes. Deze kleine aandeelhouders kunnen, zonder de instemming van de grootste aandeelhouder slechts in een beperkt aantal gevallen een determinerende stem uitbrengen op de algemene vergadering. De mogelijkheid hiertoe wordt nog verder beknot door de groepsbelangen. De tabellen zijn opgesteld op basis individuele omvang van de participatie. In een aantal gevallen zijn de tweede en derde grootste aandeelhouder gelieerd aan de grootste aandeelhouder. Op deze wijze oefent de groep de absolute controle uit. Aangezien de gegevens uit 1977 niet toelaten rekening te houden met deze groepsrelaties, werd ook voor 1997 geopteerd enkel met individuele participatiemeldingen rekening te houden.²²

²² Voor een bespreking van deze groepsbelangen, zie VAN DER ELST, C., Aandeelhouderschap en aandeelhoudersstructuren in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen en in een Europees perspectief, in *Corporate Governance - Het Belgische Perspectief*, Instituut voor Bestuurders (ed.), 1998, 127 e.v. en BECHT, M. en CHAPPELLE, A., "Ownership and Control in Belgium", in *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries*, European Corporate Governance Network, 1997, 89 p.

TABEL 9

3° aandeelhouder ongewogen	grootste venn.	middelgrote	middelkleine	kleine	totaal
1977	3,45%	4,32%	3,46%	2,26%	3,21%
1997	3,88%	3,66%	3,55%	4,08%	3,80%
gewogen					
1977	3,80%	4,64%	4,24%	2,58%	3,94%
1997	3,39%	2,96%	3,18%	4,59%	3,29%

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

d) Evolutie van de aandeelhoudersstructuur van de beursgenoteerde vennootschappen ingedeeld naar beurskapitalisatie

i. Grootste vennootschappen

21. Zoals hoger reeds aangeduid daalde de free float bij de grootste vennootschappen aanzienlijk. Voornamelijk andere Belgische vennootschappen hebben hun participaties gedeclareerd. Meer dan 35% van de aandelen van grote beursgenoteerde vennootschappen is in handen van Belgische vennootschappen (tabel 10). Inmiddels nam het buitenlands aandelenbezit gevoelig toe. Meer dan 10% van de aandelen worden in het buitenland in portefeuille gehouden.

TABEL 10

grootste vennootschappen

	1977	1997	rel. wijziging
nat. personen	1,28%	1,55%	21,09%
niet-fin. venn.	25,52%	35,57%	39,38%
banken	0,13%	0,12%	-7,69%
verzekeringsond.	1,74%	1,80%	3,45%
overheid	2,66%	2,47%	-7,14%
andere	0,08%	0,05%	-37,50%
buitenland	6,14%	10,41%	69,54%
free float	62,45%	48,03%	-23,09%
	100%	100%	

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

ii. Middelgrote vennootschappen

22. Bij de middelgrote vennootschappen is een omgekeerde evolutie waar te nemen (tabel 11). De free float steeg tussen 1977 en 1997 boven de 50% uit. Zoals hoger reeds gesteld is de toename van de free float te verklaren op basis van de evolutie van de beurskapitalisatie van de individuele vennootschappen.

Het belang van de overheid nam aanzienlijk toe. Dit ging gepaard met een afname van het relatieve belang van de vennootschappen. De participaties die de overheid aanhoudt zijn geconcentreerd in 3 vennootschappen: 70 % in GIMV, 50% in N.B.B. en 32,99% indirect in Barco.

TABEL 11

middelgrote vennootschappen

	1977	1997	rel. wijziging
nat. personen	0,66%	1,98%	200,00%
niet-fin. venn.	35,73%	27,45%	-23,17%
banken	3,25%	<0,01%	-99,69%
verzekeringsond.	0,77%	0,72%	-6,49%
overheid	0,36%	6,51%	1708,33%
andere	-	0,14%	-
buitenland	12,44%	10,85%	-12,78%
free float	46,80%	52,33%	11,82%
	100%	100%	

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

De sterke afname van het belang van de kredietinstellingen is een gevolg van de verschuiving van twee vennootschappen van de categorie middelgroot naar de categorie middelklein tijdens de periode 1977-1997.

iii. Middelkleine vennootschappen

23. Bij de middelkleine vennootschappen is de daling van de free float vooral te wijten aan de toename van de deelnemingen van de overheid (tabel 12). De overheid heeft bij de middelkleine vennootschappen in 1997 een meerderheidsbelang in Cockerill Sambre en in Mercantile Beliard.

De toename van de participaties van de kredietinstelling is een gevolg van het meerderheidsbelang in twee andere banken. De Generale Bank bezit 55,24% in Belgolaise en Kredietbank 63,93% in Crédit Général. In 1977 behoorden deze vennootschappen nog tot de categorie van de middelgrote vennootschappen.

TABEL 12

middelkleine vennootschappen

	1977	1997	rel. wijziging
nat. personen	1,04%	1,17%	12,50%
niet-fin. venn.	39,35%	40,75%	3,56%
banken	1,16%	4,11%	254,31%
verzekeringsond.	1,07%	0,83%	-22,43%
overheid	-	5,01%	-
andere	-	0,29%	-
buitenland	9,30%	10,38%	11,61%
free float	48,07%	37,46%	-22,07%
	100,00%	100,00%	

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

iv. Kleine vennootschappen

24. De afname van de free float in de kleine vennootschappen is aanzienlijk (tabel 13). Slechts 1/3 van de aandeelhouders van deze vennootschappen is niet gekend in

1997. Vooral het aandelenbezit van de vennootschappen en van het buitenland nam aanzienlijk toe.

Het buitenlands aandelenbezit is het grootst bij de kleine vennootschappen. Dit vloeit voort uit het feit dat deze vennootschappen deel uitmaken van een buitenlandse groep die een meerderheidsbelang heeft dan wel van Belgische familiale aandeelhouders die hun belang hebben ingebracht in een buitenlandse vennootschap.

TABEL 13

kleine vennootschappen

	1977	1997	rel. wijziging
nat. personen	3,75%	3,33%	-11,20%
niet-fin. venn.	29,06%	40,23%	38,44%
banken	0,08%	0,76%	850,00%
verzekeringsond.	-	0,96%	-
overheid	1,08%	0,17%	-84,26%
andere	-	-	-
buitenland	11,90%	21,21%	78,24%
free float	54,14%	33,35%	-38,40%
	100,00%	100,00%	

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen en DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

e) Evolutie van de controle van de beursgenoteerde vennootschappen

25. De participatiewetgeving maakt het mogelijk niet enkel de individuele aandeelhouders in kaart te brengen maar tevens de overlegstructuren tussen de aandeelhouders(groepen). Op basis van deze gegevens kan vastgesteld worden hoeveel vennootschappen een juridische meerderheidsaandeelhouder hebben. Deze cijfers zijn niet beschikbaar voor 1977. Teneinde de vergelijking mogelijk te maken werd in tabel 14 enkel rekening gehouden met de participatie van de grootste aandeelhouder om de controle over beursgenoteerde vennootschappen vast te stellen. Het weze duidelijk dat de cijfers in tabel 14 de ondergrens vormen en in werkelijkheid veel meer vennootschappen een feitelijke of juridische meerderheidsaandeelhouder hebben.²³

In 1977 had iets meer dan 20% van de vennootschappen één meerderheidsaandeelhouder. Bij de middelgrote vennootschappen bedraagt het aantal de iure gecontroleerde vennootschappen slechts 10%. De kleinste vennootschappen werden in 26,4% van de gevallen gecontroleerd door één aandeelhouder. Feitelijke controle bestond bij 8 vennootschappen (5,19%). Eén derde van alle vennootschappen had een referentieaandeelhouder met 25% tot 45% van de aandelen.

²³ Voor een bespreking van het totale aantal gecontroleerde vennootschappen, zie VAN DER ELST, C., Aandeelhouderschap en aandeelhoudersstructuren in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen en in een Europees perspectief, in *Corporate Governance - Het Belgische Perspectief*, Instituut voor Bestuurders (ed.), 1998, 134.

TABEL 14

grootste aandeelhouder

1977	>50%	45-50%	25-45%	<25%
grootste venn.	4	1	4	10
middelgrote	3	4	10	13
middelkleine	11	2	23	16
kleine	14	1	14	24
totaal	32	8	51	63
	20,78%	5,19%	33,12%	40,91%

Bron: eigen berekeningen op basis van DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

Een groot aantal vennootschappen (40,9%) had een vrij sterk verspreide aandeelhoudersstructuur waarbinnen geen enkele aandeelhouder meer dan 25% van de aandelen bezat. De groep van de grote vennootschappen hebben relatief het grootste aantal vennootschappen met een sterk verspreide aandeelhoudersstructuur (52,6%). Bij de middelkleine vennootschappen bedraagt dit percentage slechts 30,8%.

In 1997 is deze situatie grondig gewijzigd (tabel 15). In bijna 45% van de vennootschappen heeft één aandeelhouder de volstreekte meerderheid van de aandelen. Wanneer de overlegstructuren mede in het onderzoek worden betrokken, loopt het relatief aantal gecontroleerde vennootschappen op tot 68%²⁴.

Bij de middelkleine vennootschappen bedraagt het relatief aantal door één aandeelhouder gecontroleerde vennootschappen ruim 54%. De grote vennootschappen hebben slechts in 29,4% van de gevallen één aandeelhouder met meer dan 50% van de aandelen. Daarnaast hebben 6 vennootschappen één aandeelhouder met een feitelijke controle. In ongeveer 50% van de gevallen bezit de grootste aandeelhouder de iure of de facto controle over de beursgenoteerde vennootschap.

Slechts 20% van de vennootschappen heeft geen aandeelhouder met meer dan 25% van de aandelen. Bij de middelgrote vennootschappen heeft 30,7% van de vennootschappen geen aandeelhouder met meer dan 25% van de aandelen. Bij de middelkleine vennootschappen bedraagt dit percentage slechts 16,6%.

TABEL 15

1997	>50%	45-50%	25-45%	<25%
grootste venn.	5	2	6	4
middelgrote	8	2	8	8
middelkleine	23	1	11	7
kleine	23	1	15	8
totaal	59	6	40	27
	44,70%	4,55%	30,30%	20,45%

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen

Deze cijfers geven enkel de controlestructuur van de beursgenoteerde vennootschappen weer. Zoals hoger reeds aangetoond hebben inmiddels veel vennootschappen geen beursnotering meer. Dit is in vele gevallen het gevolg van de overname van de vennootschap²⁵. De concentratie van aandelen in handen van de

²⁴ VAN DER ELST, C., Aandeelhouderschap en aandeelhoudersstructuren in de Belgische beursgenoteerde vennootschappen en in een Europees perspectief, in *Corporate Governance - Het Belgische Perspectief*, Instituut voor Bestuurders (ed.), 1998, 134.

²⁵ Voor een bespreking zie VAN HULLE, C., VERMAELEN, T. en DE WOUTERS, P., *Mergers and*

grootste aandeelhouder bij de beursgenoteerde vennootschappen uit 1977 die nu nog actief zijn, is derhalve veel hoger dan uit deze tabellen blijkt.

f) Evolutie van de concentratie van aandeelhouders bij beursgenoteerde vennootschappen

26. De tabellen 16 en 17 duiden aan dat de beursgenoteerde vennootschappen in België nooit een sterk verspreid aandeelhouderschap hebben gekend. Immers reeds in 1977 hadden de drie grootste aandeelhouders van de beursgenoteerde vennootschappen meer dan 45% van de aandelen in hun bezit. Slechts bij 17,5% van de vennootschappen hadden de drie grootste aandeelhouders minder dan 25% van de aandelen. Opmerkelijk is het aantal kleine vennootschappen met een gespreide aandeelhouderskring. Enige nuancering is hier vereist. Aangezien de participaties uit 1977 hoofdzakelijk zijn samengesteld op basis van de jaarverslagen, kan het zijn dat bij een aantal kleine vennootschappen de participaties van familiale of individuele aandeelhouders niet gekend zijn.

TABEL 16

drie grootste aandeelhouders

1977	>50%	45-50%	25-45%	<25%
grootste venn.	5	1	8	5
middelgrote	14	3	12	1
middelkleine	24	5	15	8
kleine	26	2	12	13
totaal	69	11	47	27
	44,81%	7,14%	30,52%	17,53%

Bron: eigen berekeningen op basis van DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979.

Na 1977 is de concentratie van de aandeelhouderskring sterk toegenomen. In 1997 hebben twee derden van de vennootschappen drie aandeelhouders die samen meer dan 50% van de aandelen bezitten. Slechts bij 6,8% van de vennootschappen hebben de drie grootste aandeelhouders minder dan 25% van de aandelen.

TABEL 17

drie grootste aandeelhouders

1997	>50%	45-50%	25-45%	<25%
grootste venn.	10	0	6	1
middelgrote	13	3	6	4
middelkleine	30	3	5	4
kleine	35	1	11	0
totaal	88	7	28	9
	66,67%	5,30%	21,21%	6,82%

Bron: eigen berekeningen op basis participatiemeldingen.

27. Op internationaal vlak heeft La Porta e.a. een onderzoek uitgevoerd over de concentratie van het aandelenbezit van de drie grootste aandeelhouders bij de tien

grootste niet-financiële vennootschappen²⁶. Een overzicht van de resultaten is opgenomen in tabel 18.

Zoals verwacht ligt de gemiddelde concentratieratio in het onderzoek van La Porta voor België lager dan deze uit de eigen resultaten. Immers enkel de tien grootste vennootschappen zijn in het onderzoek van La Porta verwerkt. Het is duidelijk dat België een van de hoogste concentraties van aandelenbezit heeft. Niettemin hebben de drie grootste aandeelhouders van een aantal andere landen nog meer aandelen in bezit: in Oostenrijk 63% en in Italië 58%. Behoudens deze twee landen hebben de drie grootste aandeelhouders in de andere landen niet meer dan 50% van de aandelen. Slechts in drie landen hebben de drie grootste aandeelhouders minder dan 25% van het aandelenbezit: U.S. 20%, U.K. 22% en Japan 22%.

Wanneer de overheidsparticipaties worden uitgesloten, daalt het gemiddeld belang van de drie grootste aandeelhouders in de meeste landen. Evenwel wijzigt dit de onderlinge positie van de landen niet.

TABEL 18

	inclusief overheid	exclusief overheid
België	57%	48%
Frankrijk	33%	22%
Italië	58%	58%
Nederland	43%	33%
Spanje	43%	34%
Oostenrijk	63%	53%
Duitsland	42%	38%
Japan	22%	15%
Zwitserland	41%	41%
Denemarken	45%	45%
Finland	44%	20%
Noorwegen	40%	35%
Zweden	28%	27%
Canada	48%	39%
U.S.	20%	20%
V.K.	22%	17%
Australië	32%	32%
gemiddeld	47%	40%

Bron: LA PORTA, R., LOPEZ-de-SILANES, F., SHLEIFER, A. en VISHNY, R., *Law and Finance*, working paper, juni 1996, tabel 10.

²⁶ LA PORTA, R., LOPEZ-de-SILANES, F., SHLEIFER, A. en VISHNY, R., *Law and Finance*, working paper, juni 1996, tabel 10.

C. Gedetailleerde analyse van de evolutie van de aandeelhouderstructuren tijdens de periode 1977-1997

1. Inleiding

28. Zoals hoger reeds vermeld was het mogelijk voor 55 of 56 vennootschappen de aandeelhoudersstructuur samen te stellen tijdens de periode 1977-1997. Vijf tijdstippen maken deel uit van de analyse: 1977, 1981, 1985, 1991 en 1997. Voor 1991 en 1997 werd beroep gedaan op de participatiemeldingen van de vennootschappen. Voor 1977, 1981 en 1985 werden drie edities van Dafsa "Financiële verwantschappen van België" geraadpleegd.

29. Tabel 19 toont de evolutie van het aantal beursgenoteerde vennootschappen en hun beurskapitalisatie. Na een lichte afname in 1981 steeg de verhouding van de kapitalisatie van de 55 of 56 betrokken vennootschappen tot de totale beurskapitalisatie van 45% in 1985 over 53,5% in 1991 tot 56,8% in 1997. De daling van het aantal genoteerde vennootschappen veroorzaakt een sterke stijging van de relatieve verhouding van het aantal vennootschappen in de steekproef in verhouding tot het totaal aantal beursgenoteerde vennootschappen. In 1997 vertegenwoordigden de 56 geselecteerde vennootschappen meer dan 42% van het totaal aantal genoteerde vennootschappen.

TABEL 19: Verhouding van de steekproef tot de totale markt

	tot. kap. mln. BEF	steekproef mln. BEF	%	totaal aantal venn.	aantal venn. in steekpr.	%
1977	335.765	130.162	38,77%	253	56	22,13%
1981	321.879	116.601	36,23%	218	55	25,23%
1985	1.048.952	472.435	45,04%	192	55	28,65%
1991	2.351.565	1.259.446	53,56%	180	56	31,11%
1997	5.229.989	2.972.949	56,84%	133	56	42,11%

Bron: eigen berekeningen op basis van DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979, 1983 en 1987 en gegevens verstrekt door de Effectenbeursvennootschap van Brussel.

2. Evolutie van de free float en de grootste aandeelhouders

30. De free float van de geselecteerde vennootschappen evolueerde van meer dan 61% in 1977 tot minder dan 45% in 1997 (tabel 20). Het omslagpunt is gelegen tussen 1985 en 1991. Tijdens deze periode daalde de free float met bijna 20%. De free float van de 14 kleinste vennootschappen uit de geselecteerde groep daalde tot 28,4%²⁷. De verklaring voor deze sterke daling is tweërlei. Na 1989 zijn alle aandeelhouders met een participatie van meer dan 5% verplicht hun deelneming te melden. Daarnaast hebben de grote aandeelhouders van de vennootschappen hun participatie aanzienlijk vergroot waardoor iedere twijfel over het bestaan van een controleparticipatie is weggenomen.

²⁷ Afzonderlijke gegevens over de uitsplitsing van de geselecteerde vennootschappen maken geen deel uit van deze publicatie.

TABEL 20: Free float en participaties van de drie grootste aandeelhouders

	free float	grootste aandeelh.	tweede aandeelh.	derde aandeelh.	totaal drie aandeelh.	rest
1977	61,38%	24,77%	5,32%	3,32%	33,41%	5,21%
1981	57,27%	27,27%	6,59%	3,60%	37,46%	5,27%
1985	62,37%	24,30%	8,07%	3,46%	35,83%	1,80%
1991	42,58%	35,78%	9,28%	5,30%	50,36%	7,06%
1997	44,95%	41,32%	6,76%	4,12%	52,20%	2,85%

Bron: eigen berekeningen op basis van DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979, 1983 en 1987 en participatiemeldingen

31. Deze evolutie spruit waarschijnlijk voort uit de invoering van de overnamereglementering. Deze verhoging van het belang verhindert dat de grootste aandeelhouder onder het toepassingsgebied van artikel 41 §1 van het Koninklijk Besluit van 8 november 1989 valt wanneer hij de participatie verhoogt na de inwerkingtreding van het K.B.. Deze wetgeving, gericht op de gelijke behandeling van de aandeelhouders, heeft een aanzienlijke wijziging aangebracht aan de structuur van het aandeelhouderschap van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen.

Micro-economisch waren deze beslissingen efficiënt: de bijkomende middelen die de grootste aandeelhouder diende in te zetten waren vrij beperkt. Een verhoging van het belang met 10 tot 15% leidde tot absolute controle. De wetgever creëerde voor deze aandeelhouder een “monopoliepositie”. De betrokken aandeelhouder kan voor zijn participatie een controlepremie eisen. De economische theorie stelt immers dat een hogere evenwichtsprijs ontstaat bij een monopoliepositie in vergelijking met een situatie van volledige concurrentie. De onderhandelingen bij een overname zullen slechts slagen indien de meerderheidsaandeelhouder instemt met het bod²⁸. Cijfermatig onderzoek over de controlepremie is in België onbestaande. In het buitenland bestaan onderzoeken over de invloed van een meerderheidsaandeelhouder op de omvang van de controlepremie.²⁹ Een eerste indicatie kan afgeleid worden uit het onderzoek over de waarde van de stemrechten. In de Verenigde Staten en Italië is door Zingales onderzocht hoe groot de premie is van de aandelen met stemrecht t.o.v. de aandelen zonder stemrecht. De premie bedraagt in de V.S. gemiddeld 10,5%, in Italië meer dan 80%³⁰. De participatie van de grootste aandeelhouder was in de Amerikaanse vennootschappen gemiddeld 32%, terwijl de Italiaanse vennootschappen één aandeelhouder hadden met gemiddeld 51,5% van de aandelen. De premie is gevoelig hoger wanneer één aandeelhouder de meerderheid van de aandelen bezit.

²⁸ Dit kan mede een verklaring bieden waarom slechts heel weinig vijandige overnamebiedingen in België hebben plaatsgevonden.

²⁹ Voor een theoretische benadering zie BYTTEBIER, K., *Het vijandig overnamebod*, Antwerpen, Maklu, 1993, 87-89.

³⁰ ZINGALES, L., “What determines the value of corporate votes?”, *Quarterly Journal of Economics*, 1995, 1062; ZINGALES, L., “The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience”, *The Review of Financial Studies*, 1994, 131. Tijdens de periode 1988-1997 daalde de gemiddelde controlepremie bij een overname in de V.S. van 58% in 1988 tot 26% in 1997. In Europa steeg de controlepremie in 1996 tot 37% (X., “Premium prices”, *Financial Times*, 5 maart 1998, 14). Voor ander cijfermateriaal inzake controlepremies, zie RYDQVIST, K., “Dual-Class Shares: A Review”, *Oxford Review of Economic Policy*, 1992, 45-57; ZINGALES, L., “Why it’s worth being in control”, *Financial Times: Mastering Finance*, nr. 5, 1997, 13-14.

Macro-economisch leidde de Belgische overnamewetgeving tot aberraties. In de eerste plaats wordt met grote regelmaat gerapporteerd dat de huidige kapitaalstructuur met referentieaandeelhouders de groei van de vennootschappen in de weg staat³¹. De referentieaandeelhouder zal bij het nemen van investeringsbeslissingen pogen de risico's te beperken of te vermijden. Dit komt voornamelijk tot uiting in de kleinere investeringen in immateriële activa en de lagere uitgaven voor marketing.³²

In overeenstemming met de theorie van Roe over de 'path dependency' is, volgens deze rapporten, de kapitaalstructuur van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen op het punt beland van 'strong-form path dependence'³³.

Deze theorie kan als volgt worden samengevat. Bij het aanleggen van een nieuwe weg is de meest efficiënte werkwijze het volgen van een rechte lijn. Evenwel verhinderen allerhande problemen deze uitvoering. Zo kan een berg, een moerasgebied, een vijandig territorium, ... de aannemer verplichten bij de aanleg een omweg te kiezen. Later veroorzaakt deze weg hogere kosten (meer ongevallen, langere afstanden, ...). Deze kosten kunnen zo hoog oplopen dat het goedkoper wordt een nieuwe weg aan te leggen. Deze weg komt er evenwel niet ten gevolge van het gevoerde beleid en de informatiekosten. De groepen die de belangen vertegenwoordigen tot het bouwen van een nieuwe weg hebben onvoldoende invloed. Zij die de belangen van het behoud van de oude weg behartigen, blokkeren ieder voorstel tot verandering.

De referentieaandeelhouders beïnvloeden het beleid en verhinderen het aanbrengen van wezenlijke veranderingen. Niettegenstaande de mogelijkheid zich volledig te financieren op de kapitaalmarkt, hangen vele vennootschappen nog steeds af van de beslissingen van de referentieaandeelhouder³⁴. De handhaving van de Belgische interne kapitaalstructuur is duurder dan de omvorming naar een systeem met grotere externe financiering van vennootschappen. De invloed van de voorstanders van deze nieuwe strekking blijft tot op heden evenwel geringer dan deze van de behoudsgezinden³⁵. Bovendien schiet de informatie ter beoordeling van het nieuwe systeem te kort.³⁶

³¹ Bv. DAEMS, H., *Het einde van het Belgische kapitalisme*, inaugurale les voor de Francqui Leerstoel aan de U.C.L., 4 maart 1998, 23; VANEMPTEN, J., "Naar het einde van het Belgische kapitalisme", *De Financieel-Economische Tijd*, 6 maart 1998, 2; J.V., "Referentieaandeelhouders kunnen groei bedrijven niet garanderen", *De Financieel-Economische Tijd*, 20 januari 1998, 7; CAMBIEN, K., "Keep it Simple", *Trends*, 8 februari 1996, 23; VANEMPTEN, J., "De financiële wereld op een keerpunt", *De Financieel-Economische Tijd*, 18 februari 1998, 2 : "...omdat de holdings steeds minder gingen investeren. Hun originele rol als kapitaalverschaffer en aanbrengrer van knowhow raakte uitgespeeld"; contra: PC, "NPM kan Ijsboerke weer op het groeipad zetten", *De Financieel-Economische Tijd*, 2 december 1997, 11.

³² DAEMS, H., *Het einde van het Belgische kapitalisme*, inaugurale les voor de Francqui Leerstoel aan de U.C.L., 4 maart 1998, 23

³³ ROE, M., "Path Dependence, Political Options and Governance Systems", in *Comparative Corporate Governance*, HOPT, K. en WYMEERSCH, E. (eds.), Berlijn, de Gruyter, 1997, 174.

³⁴ Zo kunnen volgens bepaalde bronnen grote vennootschappen, zoals Petrofina en Fortis AG zich zonder tussenkomst van een referentie aandeelhouder op een voldoende wijze extern financieren (VAN HULLE C. in DELVAUX, B. en SERVATY, P., "Belgique, terre de filiales: la faute aux holdings?", *Eco-Soir*, 12 december 1997; zie ook naar aanleiding van de overname van de Generale Bank door Fortis, DELVAUX, B., "Il faut éliminer le capitalisme des actionnaires de référence", *Le Soir*, 25 juni 1998).

³⁵ Vgl. TOP, "Bodson niet te vinden voor onafhankelijke vennootschap", *De Financieel-Economische Tijd*, 23 mei 1997, 8; J.V., "GBL wijst statuut autonome vennootschap radicaal af", *De Financieel-Economische Tijd*, 28 mei 1997, 7.

³⁶ Vgl. de recente hervormingen in Italië. De wijziging van de overnamereglementering zou volgens

Ten tweede heeft het legistiek ingrijpen een overname van een grote beursgenoteerde vennootschap sterk bemoeilijkt. De monopoliepositie van de meerderheidsaandeelhouder werd kunstmatig uitgebreid tot de andere aandeelhouders. De controlepremie die dient betaald te worden aan de referentie- of meerderheidsaandeelhouder moet overeenkomstig artikel 41, §1 van het Koninklijk Besluit van 8 november 1989 aan alle aandeelhouders betaald worden³⁷.

32. De hoger vermelde micro-economische efficiëntietheorie strookt met de evolutie van de participatie van de grootste aandeelhouder. Waar op het einde van de jaren zeventig tot het midden van de tachtiger jaren de grootste aandeelhouder ongeveer 25% van het totaal aantal aandelen bezat, steeg in het begin van de jaren negentig zijn participaties tot bijna 36% en liep in de loop van dit decennium verder op tot meer dan 41%.

33. Deze gegevens bevestigen de theorie dat in België de wetgeving gericht is op de bescherming van de vennootschappen op basis van stemrechten³⁸. Bovendien zijn hoofdzakelijk de effectieve stemrechten doorslaggevend. Potentiële stemrechten bestaan maar vormen in de meeste gevallen slechts een minderheid. In een aantal gevallen leveren ze zelfs een verwatering op van de effectieve stemkracht van de grootste aandeelhouder.³⁹

34. Enkel de participaties van de grootste aandeelhouders liepen gevoelig op. De overige participaties bleven de gehele periode vrijwel gelijk. De tweede grootste aandeelhouder zag zijn gemiddelde participatie in het begin van de jaren negentig toenemen tot iets meer dan 9% maar in de tweede helft van dit decennium viel dit belang terug tot het niveau van de beginjaren tachtig. De evolutie verliep voor de derde aandeelhouder op gelijkaardige wijze. Op het einde van 1997 heeft deze aandeelhouder gemiddeld ongeveer een halve procent meer dan in het begin van de jaren tachtig.

35. Deze vaststelling stemt overeen met de bevindingen van Zingales i.v.m. de uitgifte van aandelen zonder stemrecht en de invloed op de controlepremie. Voornamelijk de participatie van de grootste aandeelhouder neemt toe, zonder een

sommigen de markten paraliseren (X., "Italië wijzigt wetgeving over deugdelijk bestuur", *De Financieel-Economische Tijd*, 24 februari 1998, 8).

³⁷ Regelingen, zoals het bod op A.G.F. door Allianz, op 51% van de aandelen is in België slechts mogelijk d.m.v. een koershandhaving (zie KB, "Bod van Allianz op AGF start nog deze maand", *De Financieel-Economische Tijd*, 6 februari 1998, 7). De Belgische wetgeving bepaalt niet dat een koershandhavingprocedure als alternatief voor een overnamebieding kan worden gebruikt. Niettemin beschikt de C.B.F. over de mogelijkheid een afwijking toe te staan op het uitbrengen van een overnamebieding. Minstens tweemaal heeft de C.B.F. van deze mogelijkheid reeds gebruik gemaakt en de koershandhaving als alternatief voor de overnamebieding toegestaan (zie C.B.F., *Jaarverslag 1996-97*, 101 en *Jaarverslag 1990-91*, 117).

³⁸ WYMEERSCH, E., The Regulation of Takeover Bids in a Comparative Perspective, in *European Economic and Business Law*, BUXBAUM, R., HERTIG, H., HIRSCH, H., en HOPT, K., Berlijn, De Gruyter, 1996, 309.

³⁹ Bv. Compagnie Mobilière de Bois Sauvage heeft als meerderheidsaandeelhouder Surongo met een participatie van 70,26%. Na de uitoefening van alle uitstaande warrants verwatert deze participatie tot 49,98% (X., "Surongo se renforce dans Bois Sauvage", *L'Echo*, 17 februari 1998). De aankoop van een aantal warrants verzekerde Surongo opnieuw de absolute meerderheid van alle (potentiële en effectieve) stemrechten

gevoelige wijziging van de belangen van de andere aandeelhouders⁴⁰. Hun controlepremie neemt relatief af in verhouding tot deze van de meerderheidsaandeelhouder.

36. De drie grootste aandeelhouders staan in voor het grootste deel van de gedeklaarde participaties. Sinds 1991 is meer dan 50% van de aandelen in handen van deze aandeelhouders. Slechts een beperkt percentage van de aandelen is in handen van andere aandeelhouders die hun belang hebben gedeklaard.

3. Evolutie van de aandeelhoudersstructuur

37. De ontwikkelingen inzake de aandeelhoudersstructuur tussen 1977 en 1997 is opgenomen in tabel 21. Naast de hoger reeds uiteengezette bevindingen toont deze tabel een aantal andere interessante evoluties.

38. Op het einde van de jaren zeventig en vooral na de tweede oliecrisis kwam de wereldeconomie in een recessie terecht. De overheid diende de economie, volgens de Keynesiaanse economische theorie opnieuw aan te zwengelen. In een aantal landen werden een groot aantal vennootschappen genationaliseerd⁴¹. In België bleef de nationalisering golf eerder beperkt. Toch nam de overheidsinmenging sterk toe⁴². Dit blijkt uit de participaties van de in de steekproef opgenomen vennootschappen. Op het einde van de jaren zeventig had de overheid een belang van 3,2% in de geselecteerde vennootschappen. In 1985 was dit belang opgelopen tot boven de 10%. Daarna vervreemde de overheid vele van deze participaties. In 1991 was nog minder dan 5% van de aandelen van de geselecteerde vennootschappen in handen van de overheid, in 1997 minder dan 1%.⁴³

39. De internationalisering van de kapitaalmarkten is een fenomeen dat zich voornamelijk heeft ontwikkeld sinds de tweede helft van de jaren tachtig. Voordien bleven de buitenlandse participaties in Belgische beursgenoteerde vennootschappen beperkt tot 5 à 7%. In 1991 was reeds meer dan 15% van de aandelen in handen van buitenlandse investeerders, in 1997 22,7%.

40. De participaties van de overige categorieën beleggers zijn klein waardoor grote relatieve veranderingen bestaan wanneer in een grote vennootschap een participatie wordt gekocht of verkocht. Zo ligt de participatie van de natuurlijke personen in de geselecteerde vennootschappen gevoelig onder dit van de globale markt (zie tabel 3) omdat in de steekproef een grote beursgenoteerde vennootschap met een belangrijke familiale aandeelhouder niet is opgenomen.

TABEL 21: Evolutie van de aandeelhoudersstructuur van 56 vennootschappen tussen 1977 en 1997

	1977	1981	1985	1991	1997
--	------	------	------	------	------

⁴⁰ ZINGALES, L., "What determines the value of corporate votes?", *Quarterly Journal of Economics*, 1995, 1061.

⁴¹ Cf. de nationalisering golf in Frankrijk in de eerste helft van de jaren tachtig. Op het einde van 1975 bezat de overheid in Groot-Brittannië 3,6% van alle aandelen van Britse beursgenoteerde vennootschappen. Op het einde van 1994 was dit aandeel teruggelopen tot 0,8% (C.S.O., *Share Ownership*, London, 1995, 8).

⁴² Inzake de participaties van de overheid van de vennootschappen actief in de staalnijverheid, zie Bankcommissie, *Jaarverslag 1978-79*, 118-120.

⁴³ Voor een bespreking van de overheidsparticipaties in alle beursgenoteerde vennootschappen, zie hoger nr.10.

nat. personen	1,71%	2,37%	0,17%	0,75%	0,64%
niet-fin. venn.	24,34%	26,04%	18,09%	31,27%	28,53%
banken	0,92%	0,96%	0,81%	1,23%	0,40%
verzekeringsond.	1,38%	2,13%	1,53%	3,86%	2,07%
overheid	3,19%	5,36%	10,92%	4,60%	0,72%
andere	-	-	-	0,03%	<0,01%
buitenland	7,09%	5,87%	6,12%	15,68%	22,66%
free float	61,38%	57,27%	62,37%	42,58%	44,95%
	100%	100%	100%	100%	100%

Bron: eigen berekeningen op basis van DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979, 1983 en 1987 en participatiemeldingen

De verzekeringsondernemingen hebben belangen in vele beursgenoteerde vennootschappen, maar de individuele participaties blijven eerder klein. De evolutie van hun gekende belangen evolueerde van 1,4% in 1977 tot ruim 2% in 1997.

De liberalisering van de beleggingsmogelijkheden van de kredietinstellingen in 1993 heeft tot op heden niet tot gevolg gehad dat banken meer aandelen van beursgenoteerde vennootschappen in portefeuille nemen. In de geselecteerde vennootschappen liggen hun belangen in 1997 op het laagste niveau sinds 1977.

4. Evolutie van het aantal gecontroleerde vennootschappen

41. Van bijzonder belang bij de evaluatie van de overnamewetgeving is de evolutie van de controleparticipaties in beursgenoteerde vennootschappen. Tabel 22 geeft een overzicht van het belang van de grootste aandeelhouder in de 56 geanalyseerde vennootschappen. Het aantal vennootschappen met één aandeelhouder met meer dan 50% van de aandelen groeide gestaag tussen 1977 en 1985. Tussen 1985 en 1991 steeg het aantal vennootschappen in deze categorie met bijna 16%. De helft van deze stijging is een gevolg van de toename van de participatie van de aandeelhouders met meer dan 45% van de aandelen. In 1985 bedroeg het relatief aantal aandeelhouders met meer dan 45% van de aandelen ruim 9%, in 1991 was dit teruggelopen tot 1,8%. 1991 was evenwel nog geen eindpunt in deze concentratiebeweging. Ook daarna nam het aantal vennootschappen met één aandeelhouder met meer dan 50% van de aandelen toe. Uit het gedetailleerd onderzoek is vast te stellen dat de gemiddelde participatie van de grootste aandeelhouder van de 28 kleinste vennootschappen in 1997 gemiddeld 51,5% bedraagt.

Bovendien hebben inmiddels opnieuw een aanzienlijk aantal vennootschappen één aandeelhouder met een feitelijke controle van meer dan 45% van de aandelen. In 1997 werd meer dan 55% van de vennootschappen de iure of de facto gecontroleerd door de grootste aandeelhouder.

TABEL 22: Evolutie van de omvang van de participatie van de grootste aandeelhouder tussen 1977 en 1997

	>50%	45-50%	25-45%	<25%
1977	17,86%	5,36%	30,36%	46,43%

1981	21,82%	7,27%	30,91%	40,00%
1985	25,45%	9,09%	32,73%	32,73%
1991	41,07%	1,79%	30,36%	26,79%
1997	46,43%	8,93%	23,21%	21,43%

Bron: eigen berekeningen op basis van DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979, 1983 en 1987 en participatiemeldingen

5. Evolutie van de concentratie van de aandeelhouders

42. De concentratie van aandelen bij de drie grootste aandeelhouders verliep verschillend t.o.v. deze van de grootste aandeelhouder (tabel 23). De breuk tussen 1985 en 1991 is minder duidelijk aanwezig ten aanzien van het aandelenbezit van de drie grootste aandeelhouders. De concentratie verliep gestaag en kende een voorlopig eindpunt in 1991. Op dat ogenblik bezaten de drie grootste aandeelhouders in meer dan 64% van de vennootschappen een juridische meerderheid. In 1997 was dit percentage lichtjes afgenomen tot 62,5%, maar dit wordt ruimschoots gecompenseerd met de sterke toename van de participaties van de drie grootste aandeelhouders tussen 45 en 50%.

Dezelfde breuklijn als bij de grootste aandeelhouder is vast te stellen bij het aantal vennootschappen waarvan de drie grootste aandeelhouders minder dan 25% van de aandelen bezitten. Tot 1985 lag dit percentage tussen 20 en 27%. Sinds 1991 stijgt het aantal vennootschappen nauwelijks boven 5% uit. Een deel van de verklaring is te vinden in de grotere declaratieplicht sinds de invoering van transparantiewetgeving.

TABEL 23: Evolutie van de omvang van de participatie van de drie grootste aandeelhouders tussen 1977 en 1997

	>50%	45-50%	25-45%	<25%
1977	37,50%	3,57%	32,14%	26,79%
1981	43,64%	7,27%	27,27%	21,82%
1985	52,73%	1,82%	21,82%	23,64%
1991	64,29%	3,57%	26,79%	5,36%
1997	62,50%	8,93%	23,21%	5,36%

Bron: eigen berekeningen op basis van DAFSA, *Financiële verwantschappen in België*, Brussel, 1979, 1983 en 1987 en participatiemeldingen

D. Besluit

43. Nieuwe wetgeving moet rekening houden met de economische realiteit. Dit geldt niet in het minst voor de overnamewetgeving. Het aanpassen van deze wetgeving kan verstrekkende gevolgen hebben. Het is van essentieel belang dat de wetgever kan inschatten welke invloed uitgaat van haar legistiek ingrijpen.

In deze bijdrage wordt een analyse gemaakt van de evolutie van de aandeelhouderstructuur van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen alsook van de invloed van de overnamewetgeving op deze structuur.

De free float van de beursgenoteerde vennootschappen is sinds 1977 aanzienlijk teruggelopen. Daar waar in 1977 nog 50% van de vennootschappen een free float hadden van meer dan 50%, liep dit percentage in 1997 terug tot minder dan 27%. De free float van alle beursgenoteerde vennootschappen bedraagt in 1997 slechts 48,3% tegen 59% in 1977.

De belangrijkste aandeelhouders van de vennootschappen zijn andere Belgische vennootschappen. In 1997 bezaten zij 34% van de aandelen van de beursgenoteerde vennootschappen. Sinds 1985 is het belang van de buitenlandse aandeelhouders aanzienlijk toegenomen. Ook de overheid blijft een belangrijke aandeelhouder van beursgenoteerde vennootschappen, hoewel haar participaties beperkt blijven tot een beperkt aantal middelgrote beursgenoteerde vennootschappen. Sinds het midden van de jaren tachtig heeft de overheid haar participaties aanzienlijk verminderd. De gedeklaarde participaties van de andere categorieën aandeelhouders - banken, verzekeringsondernemingen en natuurlijke personen - blijven beperkt.

De grootste aandeelhouder heeft zijn participatie sinds 1977 gevoelig verhoogd. In 1977 bedroeg zijn belang gemiddeld 25%, in 1997 gemiddeld 38,5%. In ruim 50% van de vennootschappen heeft de grootste aandeelhouder een de iure of de facto controlerende participatie. In 1977 had slechts 26% van de vennootschappen dergelijke aandeelhouder. Een minderheid 20,4% van de vennootschappen heeft geen aandeelhouder met meer dan 25% van de aandelen. De participaties van de overige grote aandeelhouders wijzigde nauwelijks.

De concentratiebeweging ten gunste van de grootste aandeelhouder is een constante tijdens de periode 1977-1997 maar situeert zich hoofdzakelijk tijdens de periode 1985-1991. Uit een steekproef van 56 beursgenoteerde vennootschappen blijkt dat tijdens de periode 1985-1991 het aantal aandeelhouders met meer dan 50% van de aandelen toenam met 15,6%. Dit laat vermoeden dat de invoering van de overnamewetgeving de grootste aandeelhouders ertoe heeft aangezet een bijkomende participatie te kopen waardoor geen betwisting kan bestaan over de controle over de vennootschap. Uit anecdotisch materiaal valt af te leiden dat het grootste gedeelte van de wijzigingen in de controle heeft plaatsgevonden na 1988.⁴⁴

Deze evolutie heeft evenwel nog geen eindpunt bereikt. Tussen 1991 en 1997 heeft een aanzienlijk aantal van de grootste aandeelhouders hun participatie verhoogd tot meer dan 45% van de aandelen. Hieruit volgt dat het ingrijpen van de wetgever in 1989 de aanwezige trend niet heeft veroorzaakt maar heeft versneld.

44. De vraag kan worden gesteld of een andere benadering van het beleid inzake de overnamewetgeving tot gevolg kan hebben dat een structurele wijziging van het aandeelhouderschap optreedt. Uit bovenstaande gegevens volgt dat de invloed van de introductie van de overnamewetgeving aanzienlijk was. De beoordeling van deze vraag dient te worden voorafgegaan met de vraag of het wenselijk is vennootschappen te creëren met een verspreide aandeelhoudersstructuur zoals in de Angelsaksische landen. Vast staat dat de verankering van het aandelenbezit een dure techniek is daar waar juridische constructies - zoals het Nederlandse structuurregime - dezelfde beschermingsmogelijkheden biedt. De uitbouw van een tweesporenbeleid met de mogelijkheid tot het inbouwen van juridische beschermingsconstructies⁴⁵

44 Zie inzake de afwikkeling van een aantal overnamebiedingen BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1997-88*, 57 e.v.

45 Voor zover de nodige mechanismen nu reeds niet ter beschikking zijn (bv. een statutaire clausule met een

enerzijds en het stimuleren van het tot stand brengen van een meer verspreid aandeelhouderschap⁴⁶ anderzijds kan aan verschillende behoeften tegemoet komen. Dit beleid vervult de wens van de referentieaandeelhouders hun participaties te beschermen⁴⁷ en laat de mogelijkheid aan de markt een weerspiegeling te geven van de introductie van nieuwe beschermingsconstructies bij bestaande vennootschappen⁴⁸. Dit beleid laat evenzeer toe de risico-aversie van de referentieaandeelhouder⁴⁹ te doorbreken en het management, onafhankelijk van deze eerste, toe te laten beslissingen tot een kapitaalverhoging te nemen.

degressieve beperking van het aantal stemrechten).

46 Bv. door aan nieuwe beursgenoteerde vennootschappen de verplichting op te leggen minimaal een substantieel percentage van de aandelen aan te bieden aan nieuwe aandeelhouders.

47 i.c. hun controlepremie.

48 i.c. het bestaan van een verschil tussen de beurswaarde en de intrinsieke waarde van de vennootschap.

49 DAEMS, H., *Het einde van het Belgische kapitalisme*, inaugurale les voor de Francqui Leerstoel aan de U.C.L., 4 maart 1998, 23; Zie ook VANEMPTEN, J., “naar het einde van het Belgische kapitalisme”, *De Financieel-Economische Tijd*, 6 maart 1998, 2.