

# GUBERNA

INSTITUUT VOOR BESTUURDERS  
INSTITUT DES ADMINISTRATEURS

**Governance uitdagingen en  
gepaste governance instrumenten in het kader van een  
versterkte publiek – private kruisbestuiving**

*De Relationship Agreement in de publieke sector*



Juni 2022

## Introductie

De COVID-19 pandemie, die in 2019 de wereld trof, heeft een ware schok teweeggebracht ook onder de Europese bevolking, en dit op gezondheids-, politiek, moreel en economisch vlak. De drastische gezondheidsmaatregelen die op het hele continent werden geïmplementeerd, hebben al onze overtuigingen en gewoonten door elkaar geschud. Crisissen sporen echter ook aan tot reflectie. Eén van die domeinen waarin reflectie zich opdringt is public governance of het bestuur van overheidsbedrijven in de brede zin<sup>1</sup>. De pandemie brengt of bracht namelijk heel wat bedrijven in financiële moeilijkheden. Overheden reageerden hierop met diverse maatregelen die als doel hebben de economie te ondersteunen en de gevolgen van de crisis op het vlak van dienstverlening en tewerkstelling in te dijken (OESO, 2020). Belastingvermindering, loonsubsidies, leningen, én het nemen van **(minderheids)participaties in ondernemingen in moeilijkheden** (cf. reddingsoperaties) maken alle deel uit van het arsenaal aan maatregelen.

Naast COVID-19, en de economische impact ervan, zijn er twee bijkomende dynamieken die het belang van public governance verder in de schijnwerpers plaatsen. Ten eerste wordt onze maatschappij geconfronteerd met een fundamentele ecologische transitie en een digitale revolutie. Het ontbreekt vele ondernemingen echter aan lange termijn kapitaal om projecten in dit verband te financieren. Ook hier zien we dat de overheid als reactie overgaat tot steunmaatregelen zoals subsidies, leningen, en (minderheids)participaties om ondernemingen te ondersteunen bij deze heroriëntatie<sup>2</sup>. In het laatste geval treedt de overheid op als een “venture capitalist”<sup>3</sup>, die ondernemingen met beperkte investeringsmogelijkheden ondersteunt. De doelstelling daarbij is om vervolgens ook meerwaarde te creëren. Dergelijke participaties werden in de expertengroepen die GUBERNA rond het thema organiseerde **ontwikkelingsparticipaties** genoemd.

Ten tweede zijn er natuurlijk de **historische participaties** waar de overheid een lange geschiedenis als referentieaandeelhouder heeft alsook **de strategische participaties**. Vaak gaat het om ondernemingen die instaan voor publieke dienstverlening zoals bijvoorbeeld transport, telecommunicatie, postbedeling, havens, energie, etc. en waarvan de verankering cruciaal geacht wordt voor ons land<sup>4</sup>.

Bovenstaande dynamieken zorgen samen voor een sterke of versterkte rol van de overheid in de economie en de verdere opkomst van hybride organisaties die elementen hebben van

---

<sup>1</sup> Overheidsbedrijven in deze tekst zijn die bedrijven die vallen onder de definitie die de OESO (2005) hanteert met name: “enterprises where the state, regional governments or cities have significant control, through full, majority, or significant minority ownership”.

<sup>2</sup> In Vlaanderen is er bijvoorbeeld het Welvaartsfonds, een gezamenlijk project van PMV (cf. infra), institutionele investeerders, bankpartners, fondsmanagers en particulieren met als doel bedrijven door de crisis te loodsen en de omslag te maken naar een duurzame economie. Op federaal niveau is er bijvoorbeeld het transformatiefonds van de FPIM.

<sup>3</sup> Met name het verschaffen van risicokapitaal.

<sup>4</sup> Een meer recent voorbeeld op federaal niveau is de participatie door de FPIM (cf. infra) in Ageas in februari 2022. De regering heeft de FPIM ook versterkt met het oog op het proactief verankeren van strategische activa in ons land.

zowel overheid en private participatie in aandeelhouderschap en -controle (Bruton et al., 2015). Het leek GUBERNA dan ook aangewezen om binnen haar centrum Public Governance te kijken naar de ontwikkelingen binnen de Belgische overheidsbedrijven en de veranderingen in het aandeelhouderschap. De toename (of afname) van het aandeelhouderschap van de overheid zal immers noodzakelijkerwijs gevolgen hebben voor de bestuurspraktijken. De centrale doelstelling van deze nota is met andere woorden een aanzet tot antwoord te vinden op de vraag:

*Wat zijn de governance uitdagingen en gepaste governance instrumenten in het kader van een versterkte publiek – private kruisbestuiving?*

Daartoe is deze analyse opgesplitst in vier afzonderlijke delen. Als inleiding wordt het gewicht van het overheidsaandeelhouderschap in de wereld en in België in kaart gebracht, ten einde een duidelijk en objectief beeld van de situatie te krijgen. Vervolgens definiëren we wat goed bestuur in overheidsbedrijven (cf. public governance) precies inhoudt en wat de essentiële elementen ervan zijn. Daaropvolgend bespreken we de specifieke governance-uitdagingen in verband met de interactie tussen publiek en privaat aandeelhouderschap. Ten slotte, gaan we in op de gepaste governance instrumenten om met deze uitdagingen om te gaan. Specifieke aandacht zal daarbij uitgaan naar het instrument van de Relationship Agreement dat werd geïntroduceerd in de Code 2020.

## **1. Publieke ondernemingen**

### ***In de wereld...***

Het exact kwantificeren van de ontwikkeling van het overheidsaandeelhouderschap in de wereldeconomie, en dit in relatie met de COVID-19 -crisis, blijkt een bijzonder moeilijke opdracht te zijn, zowel wegens het ontbreken van duidelijke ex ante gegevens als wegens de versnippering van de gegevens. De IMF en OESO verstrekken echter wel enige macro-economische informatie over dit onderwerp.

Uit hun recente studies blijkt dat het aandeel van de overheidsbedrijven in de rangschikking van de 2.000 beursgenoteerde bedrijven in de wereld de afgelopen tien jaar is verdubbeld tot 20% van het totale aantal. De waarde van overheidsbedrijven wereldwijd wordt geschat op 45 triljoen dollar, ofwel de helft van het mondiale bbp (dit hoewel het erop lijkt dat de toename van het belang van overheidsbedrijven vooral toe te schrijven is aan opkomende economieën - het aandeel van overheidsbedrijven in ontwikkelde landen is namelijk relatief stabiel gebleven) (IMF, 2020 in OESO, 2020). Belangrijk is dat deze cijfers dateren van voor de pandemie, meer recente cijfers schetsen mogelijk een iets ander beeld.

Daarnaast is het interessant op te merken dat overheidsbedrijven in OESO-landen voornamelijk actief zijn in de energie-, spoorweg-, financiële en telecommunicatiesectoren, die door de zittende regeringen vaak als belangrijke strategische domeinen worden beschouwd (OESO, 2020).

## *In België...*

De COVID-19 pandemie heeft in België (en elders) het belang van de overheid bij crisisbeheersing aangetoond, of het nu gaat om gezondheidsmaatregelen of het redden van hele economische sectoren.

Het herstelplan van 5,9 miljard euro van federaal staatssecretaris Thomas Dermine of het regeerakkoord van premier De Croo, dat voorziet in een overheidsinvestering van 3,5% van het bbp aan het einde van de legislatuur in 2024 (i.e. 13,1 miljard euro), tonen bijvoorbeeld aan dat de overheid (ver)sterk(t) betrokken is bij onze economie.

Wat vanuit public governance oogpunt voor ons echter van bijzonder belang is, is de concrete evolutie van het overheidsaandeelhouderschap in België de afgelopen jaren. Het is echter uiterst complex om de evolutie van het Belgische overheidsaandeelhouderschap werkelijk te kwantificeren gezien de vele machtsniveaus op ons grondgebied en de statistische dispersie. Collard & Van Den Abbeel (2021) stellen in dit verband *"tenter de chiffrer son augmentation ou sa diminution, tous niveaux de pouvoir confondus, constitue même une chimère"*.

Niettemin is het mogelijk een overzicht te schetsen van het overheid aandeelhouderschap op de verschillende beleidsniveaus in België.

Op federaal niveau vinden financiële participaties plaats via de Federale Participatie en Investeringsmaatschappij (FPIM) of via de federale overheid als rechtstreeks aandeelhouder. De FPIM fungeert zowel als holdingmaatschappij van de federale overheid en als "autonome" investeringsmaatschappij door participaties te nemen in private ondernemingen in bepaalde strategische sectoren. Voorts bezit de FPIM ook aandelen in andere investeringsfondsen, die op hun beurt verdere participaties nemen.

De beheersportefeuille (FPIM, 2021) van de investeringsmaatschappij en de overheidsholding van de FPIM bereikte op 31/12/2020 een waarde van 1,956 miljoen EUR. De portefeuille van gedelegeerde opdrachten loopt op tot 14 miljard. Belangrijke evoluties zijn hier op te tekenen met de recente centralisatiebeweging waarbij onder meer Ethias en Bnp Paribas op de balans van de FPIM werden ondergebracht. De minister van Financiën houdt toezicht op de FPIM en de keuze van de financiële participaties wordt gemaakt in overleg met de federale regering.

Daarnaast is het belangrijk op te merken dat niet alle participaties van de federale regering via de FPIM lopen. In sommige gevallen is het aandeelhouderschap gedeeld (bv. Bpost, waar de FPIM 26,9% in handen heeft en de federale overheid 24,1%) of voor 100% rechtstreeks in handen van de federale overheid (bv. Proximus, NMBS, Infrabel of Skeyes).

Wat de gefedereerde entiteiten betreft, zijn het vooral de gewesten die verantwoordelijk zijn voor de regionale investeringsmaatschappijen.

Het Vlaamse Gewest beheert zijn financiële participaties via drie verschillende kanalen. Ten eerste de Gewestelijke investeringsmaatschappij voor Vlaanderen (GIMV), die voor 27% in

handen is van Vlaanderen en een portefeuille beheert van 1,4 miljard euro voor een vijftigtal participaties. Ten tweede de Participatiemaatschappij Vlaanderen (PMV), die volledig in handen is van het Vlaamse Gewest en een beheersportefeuille heeft van 1,4 miljard euro (verdeeld over rechtstreekse participaties en andere investeringsfondsen). De Limburgse Reconversiemaatschappij (LRM) ten slotte (waarvan ook het Vlaams Gewest de enige aandeelhouder is) richt zich op de provincie Limburg en beheert een portefeuille van ongeveer een half miljard activa.

In het Waalse Gewest blijkt een volledige analyse van het aandeelhouderschap ietwat complexer te zijn. Concreet is het aandeelhouderschap onderverdeeld in drie afzonderlijke investeringsmaatschappijen: de Société régionale d'investissement de Wallonie (SRIW), portefeuille van 2.383 miljoen, de Société wallonne de gestion et de participations (Sogepa), portefeuille van 637,9 miljoen, en de Société wallonne de financement et de garantie des petites et moyennes entreprises (Sowalfin). In 2017 kon het Rekenhof (Rekenhof, 2019) een schatting maken van een totaal aantal van 274 financiële participaties voor een totaalbedrag van 5,5 miljard euro in handen van het Waals Gewest.

In Brussel is de belangrijkste financiële arm van het Gewest finance&invest.brussels, vroeger bekend onder de naam Société régionale d'investissement de Bruxelles (SRIB). Deze naamloze vennootschap is hoofdzakelijk in handen van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest (73,15%), maar ook van enkele privéspelers zoals P&V Insurance (7,31%), BNP Paribas Fortis (6,96%), ING (4,81%), Ethias (3,91%), Belfius (3,05%) en KBC (0,80%). finance&invest.brussels heeft tot doel de ontwikkeling van start-ups en KMO's in het Brussels economisch weefsel te ondersteunen. In 2020 bedroeg haar portefeuille van activa onder beheer 172 miljoen euro<sup>5</sup>.

Ten slotte mag het gewicht van het lokale niveau, vertegenwoordigd door de provincies en de gemeenten, niet uit het oog worden verloren. Hoewel zeer moeilijk te kwantificeren, kunnen de participaties van deze beleidsniveaus aanzienlijk zijn (zie bijvoorbeeld de Luikse intercommunale die na het Publifin-schandaal werd omgedoopt tot Enodia).

De context van een mogelijke verhoging van het aandeel van de overheid in onze economie mag ons echter de recente debatten over de privatisering van bepaalde overheidsbedrijven niet uit het oog doen verliezen. Hoewel dit voor de onmiddellijke toekomst niet meer op de agenda lijkt te staan, was het project om de bank Belfius (100% eigendom van de Belgische staat) naar de beurs te brengen door de regering aanvankelijk gepland voor het voorjaar van 2019 (L'Echo, 15/01/2021). Hetzelfde geldt voor andere overheidsbedrijven zoals de NMBS, Proximus, Bpost, Ethias of BNP Paribas, waar het (spook)beeld van privatisering en doorverkoop van overheidsactiva regelmatig opdoemt (L'Echo, 09/01/2020), met het herhaalde doel om de overheidsuitgaven en de staatsschuld te verminderen.

---

<sup>5</sup> Zie de jaarrekening van finance&invest.brussels 2020 op de website van de Nationale Bank van België.

## 2. Wat is public governance?

Steeds meer en meer wordt goed bestuur erkend als cruciaal voor het leven een onderneming. Wereldwijd is er dan ook een schat aan materiaal ter beschikking rond corporate governance zoals codes, richtlijnen, en best practices. Deze laten toe een aantal basiselementen te identificeren en een globaal kader te scheppen om de redenering die GUBERNA in deze nota naar voor brengt te situeren.

Goed bestuur is een geheel van spelregels, structuren en processen over de wijze waarop een onderneming geleid dient te worden en de manier waarop over deze leiding verantwoording moet worden afgelegd. In essentie heeft governance te maken met besturen, beheersen, verantwoording, toezicht en controle. Het strekt ertoe de bestuursstructuren en de besluitvormingsprocessen van een onderneming efficiënter te organiseren, transparanter te maken en te objectiveren teneinde de ondernemingsdoelstellingen- en strategie waar te maken. De structuren en processen worden ondersteund door de juiste houding en gedragingen, cultuur, ethiek en professionalisme. De focus van goed bestuur ligt ten slotte op een set van relaties tussen het operationele niveau, de raad van bestuur, de aandeelhouders (de zogenaamde “corporate governance tripod”), en andere stakeholders.

Goed bestuur is geen doel op zich maar een middel! Dat betekent dat goed bestuur geen strak keurslijf is, maar afhankelijk van het type organisatie flexibel wordt ingevuld. Geen “one size fits all”, maar op maat, dynamisch en evolutief.

Ondanks het feit dat goed bestuur en verschillende invulling krijgt naargelang het type van onderneming, stoelt het op een aantal essentiële bouwstenen

- Definiëren van verantwoordelijkheden en delegatie van bevoegdheden
- Verantwoording afleggen
- Onafhankelijke checks & balances
- Professionele en objectieve besluitvorming
- Aligneren van diverse belangen en consensus bereiken over de omgang met belangenconflicten
- Transparantie

Deze bouwstenen gelden voor elk type organisatie en dus ook voor ondernemingen met overheidsparticipatie. Alhoewel men voor de identificatie van de basisprincipes inzake deugdelijk bestuur in de publieke sector dus kan terugvallen op de aanbevelingen en ‘best practices’ die voor de private sector werden ontwikkeld, dient men zich er echter goed van bewust te zijn dat een eenvoudige vertaalslag niet voor de hand ligt daar de publieke sector uiteraard specifieke kenmerken heeft (cf. “one size does not fit all”) (Van den Berghe et al., 2007). Het is dus belangrijk een onderscheid te maken tussen ‘corporate governance’ enerzijds en ‘public governance’ anderzijds. De overheid-aandeelhouder kan immers in verschillende hoedanigheden optreden als toezichthouder, opdrachtgever en/of regulator (cf. wie is de overheid?). Ook doorkruist de overheid (e.g. in de persoon van de voogdijminister)

6

soms de klassieke hiërarchie van de governance tripod. Daarnaast is controle en toezicht vaak zeer complex in de publieke sector, en is verantwoording verspreid over een hele reeks organisaties (Parlement, Rekenhof, Inspectie van Financiën, regeringscommissaris, etc.). Transparantie betekent dan in dergelijke context het juiste evenwicht vinden tussen confidentialiteit en actieve openbaarheid van bestuur. De finaliteit van de onderneming is vaak een afweging tussen het overheids- en algemeen belang. Het primaat van de politiek primeert vaak in de besluitvorming. Enzovoort.

De studie van corporate governance richtte zich in het verleden echter vooral op beursgenoteerde ondernemingen. In vergelijking met de academische literatuur die betrekking heeft op de private sector *sensu stricto*, zijn overheidsbedrijven bijgevolg een relatief onder bestudeerd onderzoek domein (Grossi et al., 2015)<sup>6</sup>. Bovendien heeft bestaand onderzoek de neiging overheid aandeelhouderschap in zwart-wit termen te zien, een onderneming is ofwel volledig in overheidshanden of het is het niet (Bruton et al. 2015). Deze dichotomie gaat evenwel voorbij aan het bestaan van hybride organisaties met een gemengd publiek-privaat aandeelhouderschap. Op beleidsniveau is er dankzij de OESO echter meer aandacht ontstaan voor public governance. Specifiek met de “OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises”, waarvan de laatste versie in 2015 verscheen, werden de algemene governance standaarden aangevuld met richtlijnen aangepast aan de publieke sector. Concreet worden 7 richtlijnen geïdentificeerd rond de rationale van overheid aandeelhouderschap, de rol als aandeelhouder, de marktpositie, gelijkwaardigheid van alle aandeelhouders, stakeholderrelaties, transparantie, en de verantwoordelijkheden van de raad van bestuur.

Overheidsbedrijven vertegenwoordigen een groeiend aandeel in de economie (cf. supra). Als gebruikers van overheidsmiddelen wordt van hen verwacht dat zij inzetten op uitmuntend rentmeesterschap, efficiënte diensten verlenen en een voorbeeld zijn van duurzame waardecreatie. Bovendien zijn zij vaak actief in nuts- en infrastructuursectoren zoals energie, telecommunicatie, etc. (cf. supra) waarvan de performantie van groot belang is voor de maatschappij en het bedrijfsleven maar die tevens opereren op concurrentiële markten. Bijgevolg is hun governance van cruciaal belang om ervoor te zorgen dat zij zich op optimale wijze kunnen ontwikkelen in een complex landschap.

---

<sup>6</sup> Voor meer informatie hieromtrent zie Bruton et al., 2015, pp. 94-95. Interessant in het kader van het onderzoek naar public governance is ook de literatuurstudie die door Daiser et al. (2017) werd uitgevoerd.

### ***3. Governance uitdagingen in het kader van een publiek-private kruisbestuiving***

Nu hierboven de nodige context werd meegegeven kunnen de governance uitdagingen worden uitgediept. Belangrijk daarbij is dat overheidsparticipaties geen homogene maar heterogene groep zijn. Ten eerste is er het onderscheid tussen participaties met een commerciële focus versus de pure publieke dienstfunctie. De ambitie, doelstellingen en context factoren zullen sterk verschillen naargelang sprake is van een commerciële activiteit, dan wel van een overwegend publieke dienstverlening. Ten tweede bestaat de groep van overheidsparticipaties met een commercieel doel uit een aantal relevante deelgroepen. Dit zijn uiteraard genoteerde ondernemingen versus niet genoteerde ondernemingen, maar ook ondernemingen waar de overheid meerderheidsaandeelhouder is of niet, of ondernemingen waarin de overheid de enige aandeelhouder is. Ook kunnen er overheidsbedrijven zijn waarin samengewerkt wordt met private equity partijen, al dan niet in een privaat-publiek samenwerkingsverband. Ten derde is de rationale achter een participatie vaak fundamenteel verschillend zoals in de inleiding reeds duidelijk werd.

De impact van overheidsparticipatie op de governance praktijken van een onderneming, de mix tussen aandeelhouderschap en controle die daaruit voortvloeit en de governance uitdagingen die gepaard gaan met de versterkte interactie publiek-privaat verschillen naargelang de aard van de participatie <sup>7</sup>. In wat volgt geven wij een overzicht van de belangrijkste impactniveaus van publiek aandeelhouderschap. Deze komen voort uit het jarenlange studie werk van GUBERNA inzake public governance en werden getoetst aan de suggesties van diverse mensen uit de praktijk via onze expertengroepen.

Ten eerste is er de impact op de **definitie van de missie** van de onderneming (Sorrentino, 2020). De missie bepaalt de ondernemingsstrategie en kan pas tot stand komen in wisselwerking met een duidelijke aandeelhoudersstrategie. Overheidsparticipatie gebeurt vanuit een specifieke rationale (cf. supra) die gespecificeerd moet worden. Het ingrijpen van een overheid in het aandeelhouderschap van een onderneming overstijgt immers financiële overwegingen. Het wordt ingegeven door een mix van sociale, economische, en strategische belangen, met verschillend gewicht indien het een participatie vanuit een strategisch verankeringsbeleid betreft, dan wel participaties in bedrijven in het kader van publieke dienstverlening, private equity, tijdelijke “turn around” participaties (cf. reddingsoperaties), etc. Het bepalen van de missie en dus de bedrijfsstrategie vereisen dus dat de publieke aandeelhouder vanuit zijn rationale tot een transparante **aandeelhoudersstrategie** komt, duidelijk op lange termijn. Samengevat stellen zich volgende vragen. Waarom participeert de overheid in de onderneming (cf. definitie van maatschappelijk belang)? Wat zijn de onderliggende strategie en doelstellingen? Hoe kunnen de visie en strategie van de overheid als aandeelhouder en deze van de onderneming op elkaar worden afgestemd?

---

<sup>7</sup> Bruton et al., 2015, p. 103 stellen bijvoorbeeld vast dat indien het economisch en strategisch belang van de onderneming groot is, de kans groot is dat de overheid zich laat gelden in het bestuur van de onderneming door strikte controle, zelfs indien het aandeelhouderschap beperkt is.



Ten tweede kunnen diverse **belangenconflicten**<sup>8</sup> zich voordoen. Er is om te beginnen de uitdaging omtrent de wijze waarop de invulling van de aandeelhoudersfunctie zich verhoudt tot de overige hoedanigheden (cf. wet- en regelgevingstaken) waarbinnen de overheid-aandeelhouder optreedt (Radon & Thaler, 2005). De helderheid van de respectieve rollen en verantwoordelijkheden en deze op elkaar afstemmen is een belangrijke uitdaging. De voogdijminister die de wet- en regelgevingstaken op zich neemt en de publieke holding en investeringsmaatschappij die instaat voor de aandeelhoudersfunctie moeten niet enkel overeenstemming bereiken en (de grenzen van) elkaars rollen eerbiedigen. Net zoals tussen de onderneming en de aandeelhouder (cf. infra) is dus ook de dialoog tussen het politieke niveau en de publieke investeringsmaatschappij erg belangrijk. Publieke ondernemingen hebben daarnaast soms verschillende voogdijministers met andere doelstellingen waardoor belangenconflicten tussen bijvoorbeeld de minister van financiën en de minister van overheidsbedrijven niet uit te sluiten zijn. Dit zorgt ook voor rolverwarring en onduidelijkheid waartoe de rol van de voogdijminister beperkt is. De verdeling van rollen en verantwoordelijkheden tussen de overheidsentiteiten die betrokken zijn bij de uitoefening van de aandeelhoudersfunctie is dus een bijkomende uitdaging. Belangenconflicten kunnen zich ook voordoen tussen het prioritaire vennootschapsbelang, (partijpolitieke) deelbelangen van de overheid, het algemeen maatschappelijk belang, etc. waarbij het ook een moeilijk evenwicht vinden is tussen de verantwoordelijkheid van de overheid om zijn rol als aandeelhouder actief te vervullen en het vermijden van buitensporige inmenging in het dagelijks leven van de onderneming (cf. autonomie) bijvoorbeeld via de raad van bestuur. Ten slotte kunnen met betrekking tot de individuele bestuurder belangenconflicten voortvloeien uit het spanningsveld tussen diens drievoudige loyaliteit. Loyaliteit aan de organisatie waarin hij/zij zetelt, loyaliteit aan zijn/haar 'oorspronkelijk mandaat' (politiek mandaat, lid van een kabinet, uitvoerend mandaat in een andere publieke entiteit, enz.) en loyaliteit aan zijn/haar politieke partij.

Ten derde is er de impact op de invulling van het **driedig takenpakket (strategie, leiderschap en controle)** van de raad van bestuur (Okhmatovskiy et al., 2021). Bij de strategische en leiderschapsrol kan er immers sprake zijn van een uitholling van de kernbevoegdheden. Bij de totstandkoming van de strategie komt het voor dat het management rechtstreeks met de overheid afstemt of dat de voogdijminister rechtsreeks intervenueert naar het management toe. Anderzijds is er in tegenstelling tot interventionisme soms ook passiviteit waar te nemen in het formuleren van de ondernemingsstrategie. Daarnaast is het vaak zo dat de overheid rechtsreeks de CEO benoemt of (indirect) een doorslaggevende invloed uitoefent. Betreffende de monitoring rol van de raad van bestuur kan de overheid vanuit haar overige hoedanigheden van toezichthouder (e.g. Rekenhof) en wet- en regelgever enerzijds een zeer strikte controle uitoefenen. Anderzijds kan het zijn dat de perceptie van de overheid als "patient investor with deep pockets", adequate monitoring in de weg staat. Vanuit een breder perspectief kan er zelfs sprake zijn van het afzwakken van de verantwoordingsplicht. Overheidsbedrijven zijn vaak beschermd tegen twee grote bedreigingen die essentieel zijn bij monitoring in de private

---

<sup>8</sup> GUBERNA doelt hier op belangenconflicten in de brede zin van het woord: vermogensrechterlijke, bestuurlijke, tegenstrijdige belangen van diverse aard.

sector, namelijk overnames en faillissementen. Governance uitdagingen kunnen voortvloeien uit het feit dat de verantwoordingsplicht voor de performantie van overheidsbedrijven een complexe keten van actoren omvat (cf. management, bestuur, aandeelhoudersentiteit, ministeries, de regering), zonder duidelijk en gemakkelijk identificeerbare eindverantwoordelijke’.

Ten vierde is er een impact op de **samenstelling van de raad van bestuur** daar de overheid aandeelhouder, zoals iedere aandeelhouder, enkele bestuurders zal benoemen (Okhmatovskiy & Sun, 2021). Recent is er een trend naar onafhankelijke bestuurders maar in de praktijk is, zoals algemeen bekend, zowel op regionaal als op federaal niveau het democratisch ‘vertegenwoordigingsmodel’ van toepassing. Dit vertegenwoordigingsmodel betekent dat gestreefd wordt naar het bereiken van de nodige evenwichten in de samenstelling van de raad van bestuur waarbij politieke overwegingen (o.a. verdeelsleutel) een belangrijke rol spelen in de selectie van de kandidaat-bestuurders. De organisatie en haar raad van bestuur hebben dan weinig vat op wie in de raad zal komen te zetelen wat dan ook betekent dat de keuzevrijheid in functie van een optimale mix van kennis, ervaring, en expertise beperkt is. Daarnaast stelt de vraag zich in welke mate een ‘parlementair’ samengestelde raad van bestuur verenigbaar is met een collegiaal opererende raad van bestuur.

Ten vijfde heeft overheidsparticipatie een impact op de vereisten inzake **transparantie**. Hebben ondernemingen met overheidsparticipatie de verplichting transparanter te zijn dan andere ondernemingen? Hier treedt het spanningsveld tussen “confidentialiteit/discretieplicht” en “actieve openbaarheid van bestuur” op de voorgrond. De verwachtingen van stakeholders inzake informatieverstrekking en publieke verantwoording worden steeds groter maar het verspreiden van vertrouwelijke bedrijfsinformatie kan ook de commerciële positie van de onderneming ondermijnen.

Ten slotte, is er het vraagstuk rond de **wijze** (i.e. de vorm) waarop de overheid in zijn verschillende hoedanigheden wil, kan, mag en/of moet interageren en overleggen met de bestuurders en het management van overheidsbedrijven. Om de **interactie en dialoog** met de toch wel specifieke aandeelhouder vorm te geven moeten duidelijke communicatiekanalen tussen publieke organisaties en de overheid als aandeelhouder neergeschreven worden en dit in functie van de eigenheden van elke organisatie en de functie die de overheidsparticipatie aldaar vervult. Hoe wordt overleg georganiseerd (cf. methodiek)? Wanneer is overleg vereist (cf. specifieke intervallen en (crisis)situaties)? Wie neemt welke rollen op? Zowel vanuit de onderneming (cf. raad van bestuur en management) als vanuit de overheid (cf. de eerste minister, de minister van financiën, de voogdijminister, het kernkabinet, de publieke holding en investeringsmaatschappij, etc.). Dit is een erg complex gegeven daar het moeilijk is om één enkel communicatieproces te definiëren dat van toepassing kan zijn op alle types van overheidsparticipaties. De essentie bestaat erin een kader te creëren met voldoende checks & balances, waarin enerzijds de autonomie van het bedrijf en diens bestuursorganen wordt gewaarborgd en, dat anderzijds, de overheid in staat stellen haar investeringsstrategie waar te maken in lijn met haar beleidskeuzes waarover ze ook verantwoording moet afleggen in het parlement. Klausen & Winsvold (2021) wijzen daarbij op de fundamentele trade-off tussen

autonomie en controle<sup>9</sup>. Duidelijk is alleszins dat communicatiekanalen niet politiek afhankelijk mogen zijn en gestructureerd en transparant moeten zijn voor alle betrokken bestuurders en de aandeelhouder, maar ook naar de democratische verantwoordingsprocessen toe zodat verwachtingen op de juiste manier kunnen worden ingelost. Respect voor de uitgetekende governance structuren en procedures is daarbij fundamenteel opdat de raad van bestuur zijn rol kan spelen.

Het moge duidelijk zijn dat de impact van overheidsparticipatie op de governance praktijken van een onderneming meervoudig is. De diversiteit van actoren met elkaar aligneren staat echter centraal: publieke en private aandeelhouders, binnen de overheid aandeelhouder (cf. verschillende ministers), binnen de raad van bestuur, tussen de raad van bestuur en de aandeelhouders, etc. Bovendien is soms ook coördinatie nodig tussen de verschillende politieke niveaus die elk hun eigen investeringsinstrumenten hebben (cf. supra).

## 4. De Relationship Agreement

Bovengenoemde governance-uitdagingen zijn complex en vergen innovatieve oplossingen om ze op een doordachte en genuanceerde manier aan te pakken. Reeds diverse instrumenten zijn ontwikkeld om de relatie tussen de verschillende governance actoren te verduidelijken. Denk aan de statuten van de vennootschap uiteraard, de aandeelhoudersovereenkomst, het intern reglement of het governance charter.

In wat volgt wordt bijzondere aandacht besteed aan een nieuw governance-instrument: de Relationship Agreement. In tegenstelling tot de bovengenoemde instrumenten, creëert de Relationship Agreement een kader dat rechtstreeks geldt tussen de (raad van bestuur van een) onderneming en haar significante of controlerende aandeelhouder(s). Het is daarbij uiteraard van belang de hierboven genoemde en reeds bestaande instrumenten niet te veronachtzamen.. De Relationship Agreement zal dus de andere reeds beschikbare instrumenten aanvullen, niet vervangen. Bovendien worden publieke investeringen gewoonlijk ondernomen via overheidsinstellingen die zelf reeds een beheerscontract hebben afgesloten met de overheid aandeelhouder. Er moet derhalve eveneens een duidelijk onderscheid worden gemaakt tussen de elementen die onder het bestaande beheerscontract vallen en diegene die onder de Relationship Agreement zullen vallen.

In wat volgt wordt de oorsprong, alsook het toepassingskader van de Relationship Agreement toegelicht, onder meer via een concrete case. Tenslotte bespreken we het nut van de Relationship Agreement voor de overheidssector (en voor ondernemingen met een gemengd aandeelhouderschap), alsmede de mogelijke beperkingen ervan.

---

<sup>9</sup> Fundamenteel stellen de auteurs in dit verband dat *“the governance of SOEs requires reconciliation of the accountability relations found in traditional models of public administration, and the normative structures of control and accountability developed in the world of private enterprises, commonly referred to as corporate governance.”*

## a) Historiek van de Relationship Agreement

De Relationship Agreement is een uit het VK afkomstig governance-instrument dat van toepassing is op beursgenoteerde vennootschappen ('premium listing'). De Relationship Agreement omvat een reeks regels - van kracht sinds 16 mei 2014 - die een onafhankelijke besluitvorming van de onderneming met een langetermijnperspectief moeten waarborgen.

Concreet betekent dit dat beursgenoteerde ondernemingen die op de premiummarkt genoteerd zijn en een controlerende aandeelhouder hebben (meer dan 30% van de stemrechten), met deze laatste een Relationship Agreement moeten sluiten. Deze overeenkomst moet ten minste de volgende "onafhankelijkheidsbepalingen" omvatten:

- Transacties en overeenkomsten met de controlerende aandeelhouder (en/of geassocieerden) zullen 'at arm's length' en onder normale omstandigheden afgesloten worden.
- Noch de controlerende aandeelhouder, noch een geassocieerde, zal enige actie ondernemen die tot gevolg zou kunnen hebben dat de vennootschap haar verplichtingen in het kader van de Listing Rules niet kan nakomen.
- Noch de controlerende aandeelhouder, noch een geassocieerde, zal een aandeelhoudersresolutie voorstellen dat bedoeld is, of lijkt te zijn, om de juiste toepassing van de Listing Rules te omzeilen.

Naast de bovengenoemde "onafhankelijkheidsbepalingen" bevat de Relationship Agreement gewoonlijk bijkomende bepalingen waarin de modaliteiten en prerogatieven in de relatie tussen de vennootschap/raad van bestuur en haar controlerende aandeelhouder nader worden omschreven.

Zo zijn bijvoorbeeld adviesrechten over de benoeming van de voorzitter of de leden van de raad van bestuur, uitgebreide informatierechten omtrent specifieke "reserved matters" die de voorafgaande goedkeuring van de controlerende aandeelhouder vereisen, elementen van een Relationship Agreement.

## b) Praktijk case: ABN AMRO<sup>10</sup>

De case van ABN AMRO in Nederland is een zeer goed voorbeeld van de toepassing van de Relationship Agreement in de context van een vennootschap met gemengd aandeelhouderschap op het Europese vasteland. ABN AMRO is namelijk een Nederlandse financiële groep, waarvan de NLFI (*Netherlands Financial Investments* – enigszins vergelijkbaar met de Belgische FPIM) 56,3% van de aandelen in handen heeft en de resterende

---

<sup>10</sup> Voor meer informatie verwijzen wij u rechtsreeks naar de website van NLFI of ABN AMRO waar de volledige Relationship Agreement te raadplegen is.

47,3% is geprivatiseerd. De NLFI staat onder toezicht van de Nederlandse minister van Financiën.

De opdracht van het NLFI bestaat erin de geleidelijke privatisering van de ABN AMRO-groep te begeleiden. Naast betrokkenheid bij de strategie, het budget, het risicoprofiel en het financieringsplan van de onderneming, heeft de NLFI een Relationship Agreement gesloten met ABN AMRO om dit alles te omkaderen. De overeenkomst blijft van kracht zolang de NLFI als controlerende aandeelhouder wordt beschouwd en ten minste 10% van de stemrechten op de algemene vergadering van de onderneming uitoefent.

Concreet kunnen uit deze Relationship Agreement verschillende elementen met betrekking tot corporate governance worden geïdentificeerd:

- De NLFI beschikt over een adviesrecht m.b.t. de benoeming van de voorzitter van de raad van commissarissen, de voorzitter en leden van het directiecomité, en de externe auditor.
- De NLFI beschikt over zogenaamde "reserved matters", d.w.z. belangrijke beslissingen die de voorafgaande goedkeuring van de NLFI en/of een gekwalificeerde meerderheid van de aandeelhouders vereisen. Deze aangelegenheden omvatten de verkoop en uitgifte van aandelen, (des)investeringen, wijzigingen van de statuten, remuneratiebeleid van directieleden, dividendbeleid, enz.
- De NLFI beschikt over uitgebreide informatierechten, die in de Relationship Agreement nader worden omschreven en gebaseerd zijn op het principe van "no-surprises".

In de praktijk komt de uitvoering van de Relationship Agreement tussen beide partijen tot stand door nauwe en regelmatige contacten tussen de NLFI en ABN AMRO, binnen een kader van wederzijds respect.

### c) In België

De Relationship Agreement werd ingevoerd in de nieuwe Belgische Corporate Governance Code 2020 (ook "Code 2020" genoemd), en dit met principe 8.7: *"De raad evalueert of de vennootschap er baat bij heeft een relationship agreement met belangrijke of controlerende aandeelhouders aan te gaan."*<sup>11</sup>

De Code 2020 is alleen van toepassing op beursgenoteerde ondernemingen, en dit nieuwe principe 8.7 blijft onderhevig aan het "comply or explain" principe. Het is immers aan de raad van bestuur (of de raad van commissarissen) om de wenselijkheid te bespreken van het sluiten van een Relationship Agreement tussen de onderneming en haar belangrijke of controlerende aandeelhouder(s).

---

<sup>11</sup> Door de commissie werd ook een toelichtende nota inzake de Relationship Agreement gepubliceerd. Deze is te raadplegen op de website: <https://www.corporategovernancecommittee.be/nl/toelichtingsnotas-code-2020/toelichtende-nota-inzake-de-relationship-agreement>

De notie "controlerende aandeelhouder" wordt door het wetboek van vennootschappen en verenigingen (WVV) juridisch omschreven in de artikelen 1:14 t.e.m. 1:18. Onder controle wordt verstaan:

- Hetzij het bezit, in rechte of in feite, van de meerderheid van de stemrechten (meer dan 50%) op de algemene vergadering;
- Hetzij de bevoegdheid in rechte of in feite om een beslissende invloed uit te oefenen op de aanstelling van de meerderheid van bestuurders of zaakvoerders;
- Hetzij de bevoegdheid om een beslissende invloed uit te oefenen op de oriëntatie van het beleid.

Het begrip "belangrijke aandeelhouder" is echter niet gedefinieerd en biedt enige flexibiliteit bij de interpretatie ervan.

De argumenten ten gunste van de Relationship Agreement in een Belgische context zijn meervoudig. Enerzijds kan de dominantie van meerderheids- of controlerende aandeelhouders mogelijks leiden tot misbruik van hun machtspositie, ten nadele van de minderheidsaandeelhouders. In deze context is de Relationship Agreement een nuttig instrument in het verzekeren van het engagement van de significante of controlerende aandeelhouder(s), ervoor te zorgen dat de onderneming autonoom functioneert, en dat het belang van de onderneming nagestreefd wordt onafhankelijk van de private belangen van de significante of controlerende aandeelhouder.

Anderzijds zorgt de Relationship Agreement niet alleen voor transparantie, maar brengt het België ook op één lijn met de beste praktijken in andere landen en maakt het door potentiële investeerders gerust te stellen Belgische beursgenoteerde ondernemingen aantrekkelijker voor buitenlandse investeringen.

#### d) Bijzondere voordelen van de Relationship Agreement in de publieke sector

Naar het voorbeeld van beursgenoteerde vennootschappen lijkt het zinvol het nut van de toepassing van een Relationship Agreement te onderzoeken in het kader van publieke participatie in een vennootschap. Dit is dan ook wat GUBERNA heeft gedaan in het kader van expertengroepen met praktijkmensen die rond het onderwerp werden georganiseerd.

Algemeen wordt aanvaard dat een meerderheids- of controlerende aandeelhouder aanzienlijke macht heeft over de richting van een vennootschap. Door het geïnvesteerde kapitaal is te verwachten dat de aandeelhouder er eerder toe aangezet wordt een langetermijnvisie te hanteren in het belang van de onderneming. De machtspositie kan echter ook leiden tot misbruik van de significante aandeelhouder, en dit ten nadele van de andere minderheidsaandeelhouders. In dit geval kan men vrezen dat bepaalde particuliere belangen van deze meerderheids- of controlerende aandeelhouder voorrang krijgen boven de belangen van de vennootschap.

Bovenstaand gegeven lijkt nog meer het geval te zijn voor een onderneming met gemengd aandeelhouderschap, waar particuliere en publieke belangen naast elkaar bestaan. Zoals eerder aangehaald (cf. supra) zijn er verschillende redenen waarom de overheid aandeelhouder van een onderneming kan worden: de bescherming van strategische sectoren, het maatschappelijk belang, het streven naar dividenden, of de "redding" van bepaalde ondernemingen die in bijzondere financiële moeilijkheden verkeren. Per definitie kunnen deze doelstellingen van de overheid soms strijdig zijn met de belangen van andere particuliere aandeelhouders. Bovendien benoemt de overheid rechtstreeks de bestuurders die in de raad van bestuur zetelen om hen te vertegenwoordigen. Dit betekent dat er een reële politieke dimensie aan de governance verbonden is en dat de bestaande politieke meerderheid een aanzienlijke invloed kan hebben op de objectiviteit en de besluitvorming.

De voornaamste doelstelling van de opmaak van een Relationship Agreement in een vennootschap met gemengd aandeelhouderschap is de **langetermijnvisie van de overheidsaandeelhouder te verduidelijken**, met het oog op duurzaamheid en respect voor andere belanghebbenden. Het doel van een dergelijke verbintenis met de publieke aandeelhouder is te zorgen voor een **onafhankelijke besluitvorming op het niveau van de raad van bestuur**, zodat de belangen van de onderneming worden gewaarborgd, in een duidelijk gedefinieerd kader van aandeelhouderstrategie.

De Relationship Agreement kan zodoende helpen om de visie en de verwachtingen van de publieke aandeelhouder nauwkeuriger tot uitdrukking te brengen, door zijn maatschappelijke lange termijn benadering ten aanzien van het doel van de vennootschap (cf. zoals omschreven in artikel 1:1 van het WVV) uit te drukken. Met dit instrument zou **de raad van bestuur beter in staat zijn de strategie van de onderneming te bepalen**, met inachtneming van en in evenwicht met de belangen van de verschillende belanghebbenden.

Concreet bestaan er geen regels voor wat in een Relationship Agreement opgenomen moet worden, er is flexibiliteit. Deze kan dus maximalistisch of minimalistisch ingevuld worden. "One size does not fit all". Niettemin kan de Relationship Agreement behalve een duidelijke verwoording van aandeelhoudersstrategie en verwachtingen daaromtrent, ook bijkomende bepalingen bevatten die bijdragen tot een vlottere en meer transparante relatie tussen de publieke aandeelhouder en de onderneming.

Ten eerste kunnen **bepalingen** worden opgenomen **betreffende de wijze van communicatie tussen de raad van bestuur en de publieke aandeelhouder** (e.g. timing (e.g. belangrijke besluiten) of frequentie van overleg). Hoewel respect voor de rol van de governance organen van het grootste belang is, is het de moeite waard om duidelijk de modaliteiten van het overleg tussen de publieke aandeelhouder en de raad van bestuur vast te leggen (zelf als sluit dit meer regelmatige of informele contacten niet uit).

Ten tweede kunnen ook elementen met het oog op het **waarborgen van een collegiale besluitvorming in het belang van de onderneming** in een Relationship Agreement worden opgenomen. De publieke aandeelhouder kan er zich via bepaalde bepalingen in de Relationship Agreement toe verbinden de onafhankelijkheid van de raad van bestuur te respecteren en een klimaat van open discussie te bevorderen. Het is met name mogelijk

bepaalde regels vast te stellen met betrekking tot de samenstelling van de raad, zoals het respecteren van de wettelijke bepalingen inzake een minimumaantal onafhankelijke bestuurders of bij het ontbreken ervan openheid naar het aanstellen van onafhankelijke bestuurders. Of bepaalde regels met betrekking tot de onafhankelijkheid van gespecialiseerde comités. Ook kan worden herinnerd aan de strikte naleving van de regels inzake belangenconflicten die verder kunnen gaan dan louter diegene die bij wet zijn vastgelegd, overeenkomstig de beginselen van goed bestuur (cf. OESO richtlijnen).

De publieke aandeelhouder (vooral wanneer hij een aanzienlijke of controlerende participatie in de onderneming vertegenwoordigt) kan daarnaast echter van **specifieke prerogatieven** genieten, die **eigen zijn aan zijn specifieke positie**, en die door middel van de Relationship Agreement kunnen worden verduidelijkt. Enkele van de bepalingen die in dat kader in de Relationship Agreement kunnen worden opgenomen, zijn de volgende :

- a) de modaliteiten van het recht om bestuurders voor te dragen of een adviesrecht bij de benoeming van bestuurders (alsmede bij de samenstelling van gespecialiseerde comités).
  - b) de organisatie van informatierechten op basis van het "no-surprises"-principe Dit terwijl GUBERNA graag wijst op het mogelijke spanningsveld tussen de behoefte aan grotere transparantie en de vertrouwelijkheid van bedrijfsinformatie.
  - c) verduidelijking van de bijzondere notie van "reserved matters", die bepaalt dat de publieke aandeelhouder over bijzondere bevoegdheden kan beschikken die bepalen dat een voorafgaande goedkeuring van de aandeelhouder nodig is vooraleer men tot een besluit kan overgaan wanneer het gaat om beslissingen die van cruciaal belang worden geacht (verkoop/uitgifte van aandelen, grote (des)investeringen), wijziging van de statuten, remuneratiebeleid van het management, of dividendbeleid).
- e) In acht te nemen aandachtspunten bij de redactie van de Relationship Agreement

De Relationship Agreement is een zeer interessant instrument dat de relatie tussen de overheid als aandeelhouder en ondernemingen met gemengd aandeelhouderschap kan faciliteren. Het heeft echter ook enkele beperkingen die moeten worden vermeld, zodat deze bij de redactie in acht kunnen worden genomen.

Ten eerste is de **initiatiefnemer van de Relationship Agreement** een zeer belangrijke gegeven dat een mogelijke beperking van het instrument kan vormen. De relationship agreement is een document tussen de onderneming en haar belangrijke of controlerende aandeelhouder(s). Dit gegeven heeft uiteraard een impact op de neutraliteit ervan en de inhoud van de bepalingen die erin opgenomen worden. Indien de overheid-aandeelhouder een machtspositie inneemt, is het mogelijk dat de opmaak van de relationship agreement in het voordeel van laatstgenoemde geschiedt, ten nadele van de minderheidsaandeelhouders.



Ten tweede dient het streven naar **transparantie**<sup>12</sup>, dat eigen is aan de relationship agreement, rekening te houden met het vennootschapsbelang en moet aldus vermeden worden dat **vertrouwelijke** bedrijfsinformatie (e.g. inzake visie en strategie) gedeeld wordt en de concurrentiepositie in gedrang komt. Dit is met name relevant in het geval van overheidsbedrijven of bedrijven met gemengd eigendom die actief zijn op een concurrerende markt (e.g. Bpost, Belfius en Proximus in België). Transparantie op maat is hier het sleutelwoord. Transparantie is een middel voor vertrouwen maar geen doel op zich. Het moet goed gedefinieerd worden.

Ten derde moet voorzichtig worden omgesprongen met bepalingen zoals **“reserved matters”** om te vermijden dat zij aanleiding geven tot een ongeoorloofde (operationele) inmenging van de publieke aandeelhouder die de **autonomie van de besluitvorming van de vennootschappen sterk kan beïnvloeden**.

Ten vierde is een belangrijk aandachtspunt de objectieve en onafhankelijke evaluatie van de implementatie van de relationship agreement. Controle, monitoring, én periodieke **evaluatie** van de uitvoering zijn steeds cruciale principes die eraan bijdragen dat eender welk governance instrument in de praktijk ook effectief ingang kan vinden. Dit laat ook toe de bepalingen aan de wijzigende situatie van de vennootschap en de wijzigende relatie met haar aandeelhouders aan te passen. Gezien de flexibiliteit, en het niet-bindend karakter (cf. gentlemen's agreement), is het echter niet eenvoudig om de doeltreffendheid van de RA objectief te beoordelen. Bovendien zijn door de betrokken actoren ook verschillende interpretaties mogelijk en kan de relationship agreement een vals gevoel van vertrouwen opwekken. Het is dan ook aanbevelingswaardig erin te voorzien dat onafhankelijke bestuurders een rol spelen als het op evaluatie aankomt. Ook is het van belang de juiste timing voor een evaluatie in acht te nemen. De leden van de expertengroepen wezen bijvoorbeeld naar een herschikking van de regering, een vernieuwing van het mandaat van overheidsbestuurders, of de benoeming van een nieuwe CEO.

Tenslotte is één van de voornaamste doelen van de Relationship Agreement de duidelijke omschrijving van de strategie van de overheid-aandeelhouder om de besluitvorming in de raad van bestuur en de eerbiediging van de belangen van de verschillende belanghebbenden te faciliteren. Zoals eerder aangegeven (cf. supra), vinden de overheidsinvesteringen in België echter hoofdzakelijk plaats via publieke investeringsmaatschappijen (SFPI, SRIW, PMV,...), die zelf weer in andere investeringsfondsen investeren. **De vaststelling van een duidelijke aandeelhoudersstrategie met behulp van een Relationship Agreement is dan ook ingewikkeld**, omdat publieke investeringen deel uitmaken van een cascade-architectuur die centrale aansturing moeilijk maakt. De betrokkenheid van de publieke investeringsmaatschappijen bij de totstandkoming van een Relationship Agreement dient bijgevolg verduidelijkt te worden. Omwille van hun afstand tot de rechtstreekse politieke agenda, vermijd directe betrokkenheid van de investeringsmaatschappijen (e.g. FPIM) bij de opmaak van een relationship agreement in elk geval de mogelijke perceptie of bekommernis

---

<sup>12</sup> Bijvoorbeeld door de inhoud van de Relationship Agreement gedeeltelijk of zelfs volledig te publiceren op de website van de vennootschap en/of door een verslag van de uitvoering van het akkoord op te nemen in het jaarverslag.

bij de raad van bestuur van de publieke ondernemingen dat het instrument een 'deal' met de regering inhoudt.

## Conclusie

De afgelopen jaren werden en worden gekenmerkt door een sterke of versterkte rol van de overheid in de economie. Dit niet alleen ten gevolge van de COVID-19 pandemie maar ook in de context van de ecologische transitie en digitale revolutie. Ook de historische participaties en strategische participaties, waarbij met de huidige regering sprake is van een actief verankeringsbeleid, dragen bij aan deze dynamiek. Dit uit zich niet alleen in leningen of subsidies maar vooral ook in (minderheids)participaties ter ondersteuning van 's lands economie en ondernemingen. Parallel stellen we ook een veranderend denken vast omtrent de verhouding tussen staat en markt in de interactie en dialoog tussen de overheid en de overheidsbedrijven. De vraag die zich dan vanuit public governance oopgunt stelt is wat de gevolgen hiervan zijn voor de bestuurspraktijken van de ondernemingen in kwestie, en wat de gepaste governance instrumenten zijn om daarmee om te gaan.

Met deze nota ging GUBERNA daarop in. De belangrijkste public governance uitdagingen werden uiteengezet waarna de aandacht werd gevestigd op het instrument van de Relationship Agreement dat werd geïntroduceerd in de Code 2020 voor beursgenoteerde ondernemingen. Algemeen beschouwd lijkt de Relationship Agreement een relevant instrument te zijn voor de verbetering van goed bestuur in ondernemingen met gemengd aandeelhouderschap. Dit omdat zij een evenwicht biedt tussen de aanzienlijke macht van de publieke aandeelhouder en de bescherming van andere minderheidsaandeelhouders. Tegelijkertijd maakt de Relationship Agreement een evenwicht mogelijk tussen een meer autonoom bestuur door de raad van bestuur én het faciliteren van democratische verantwoording en controle.

GUBERNA is dus van oordeel dat het instrument van de Relationship Agreement een toegevoegde waarde kan hebben daar het toelaat op een heldere maar soepele wijze en op maat specifieke publieke bekommernissen te verzoenen met de noodwendigheden van de ondernemingen in een complexe omgeving. Men dient zich bewust te zijn van een aantal aandachtspunten die goed overleg noodzaken - ga niet over één nacht ijs - maar die door dialoog en goede redactie kunnen worden opgevangen. Ook mag men niet voorbijgaan aan de bestaande regelgeving en instrumenten, en kan de redactie van een Relationship Agreement niet losstaan van reflectie inzake een gepast publiek aandeelhoudersmodel<sup>13</sup>. "One size does not fit all" en de toekomst zal uitwijzen welke andere voordelen er nog kunnen ontspruiten uit dit kader.

---

<sup>13</sup> Zie <https://www.guberna.be/nl/know/de-rol-van-de-belgische-staat-als-aandeelhouder>

## Referenties

Bruton, G. D., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Stan, C., & Xu, K. (2015). State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. *Academy of Management perspectives*, 29(1), 92-114.

Collard F., Van Den Abbeel D. (2021), "Radiographie de l'actionnariat public en Belgique », in *Politique*, n°116, p. 17, Juin 2021.

Daiser, P., Ysa, T., & Schmitt, D. (2017). Corporate governance of state-owned enterprises: a systematic analysis of empirical literature. *International Journal of Public Sector Management*.

FPIM (2021). From here. For all of us.About tomorrow. Jaarverslag 2020.

Grossi, G., Papenfuß, U., & Tremblay, M. S. (2015). Corporate governance and accountability of state-owned enterprises: Relevance for science and society and interdisciplinary research perspectives. *International Journal of Public Sector Management*.

Klausen, J. E., & Winsvold, M. (2021). Corporate governance and democratic accountability: local state-owned enterprises in Norway. *Journal of public policy*, 41(1), 161-184.

IMF : <https://blogs.imf.org/2020/05/07/state-owned-enterprises-in-the-time-of-covid-19/>

L'Echo, 15/01/2021 : « Marc Raisière rempile pour 4 ans à la tête de Belfius », *L'Echo*, 15 janvier 2021.

L'Echo, 09/01/2020 : « Bouchez et Coens relancent la vente des bijoux de famille de l'Etat », *L'Echo*, 9 janvier 2020.

OECD (2005), *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, OECD Publishing, Paris.

OECD, 2020: "The COVID-19 Crisis and state ownership in the economy: Issues and policy considerations", *OECD Policy Responses to Coronavirus (COVID-19)*, OECD, Updated 25 June 2020.

Okhmatovskiy, I., Grosman, A., & Sun, P. (2021). Hybrid governance of state-owned enterprises. *Oxford Handbook of State Capitalism and the Firm*, Oxford University Press, Oxford.

Sorrentino, M. (2020). State-owned enterprises and the public mission. *The Routledge handbook of state-owned enterprises*, 73-90.

Radon, J., & Thaler, J. (2005). Resolving conflicts of interest in state-owned enterprises. *International Social Science Journal*, 57, 11-20.

Van den Berghe, L., Levrau, A., & Bellefroid, M. E. (2007). Deugdelijk bestuur in de Private en Publieke Sector: een permanente kruisbestuiving. *GUBERNA*.