

Universiteit
Antwerpen

Academiejaar 2007 – 2008

UNIVERSITEIT ANTWERPEN

FACULTEIT TOEGEPASTE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

De Nationale Bank van België als beursgenoteerd bedrijf.

Pieter De Bock

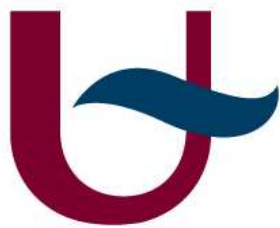


Verhandeling voorgedragen tot
het bekomen van de graad van
Handelsingenieur

Major: Accountancy

Promotor: Prof. dr. M. Deloof

‘As long as there has been a central bank, there has been a debate as to how much independence the bank should have’ (Eizenga, 1994, blz. 2)



Universiteit
Antwerpen

Academiejaar 2007 – 2008

UNIVERSITEIT ANTWERPEN

FACULTEIT TOEGEPASTE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

De Nationale Bank van België als beursgenoteerd bedrijf.

Pieter De Bock



Verhandeling voorgedragen tot
het bekomen van de graad van
Handelsingenieur

Major: Accountancy

Promotor: Prof. dr. M. Deloof

Voorwoord

Nu ik onderweg ben naar een punt in mijn leven waar nieuwe wegen elkaar kruisen en de tijd gekomen is om een nieuwe richting in te slaan, wil ik graag even achterom kijken en enkele mensen bedanken voor hun hulp en steun gedurende de voorbije jaren en in het bijzonder bij het totstandkomen van deze eindverhandeling.

In de eerste plaats wil ik mijn ouders bedanken voor de kansen die ze me gaven en de mogelijkheden die ze me boden door me te laten verder studeren. Ook wil ik hen, samen met mijn broer Stijn bedanken voor de vele bemoedigende woorden, de voortdurende interesse en de onophoudelijke steun die ze me gegeven hebben wanneer dat nodig was.

Daarnaast wil ik mijn vriendin Sara en diens opa bedanken voor de vele raadgevingen, tips en hulp bij het totstandkomen van dit werk. Zij hebben de tijd genomen om alles zeer aandachtig en grondig door te nemen en kritisch te beoordelen. Daar ben ik hen zeer dankbaar voor.

Bijzondere dank gaat ook uit naar mijn promotor Prof. dr. M. Deloof en dr. F. Buelens. Dankzij de vele interessante gesprekken die we voerden over het onderwerp, de constructieve feedback en de hulp bij het verder uitwerken van mijn onderwerp, is deze eindverhandeling geëvolueerd tot een boeiend onderzoek waardoor mijn interesse voor dit gebied alleen maar is toegenomen.

Pieter De Bock

Literatuurlijst

INLEIDING	1
------------------------	----------

HOOFDSTUK 1 DE EVOLUTIE VAN DE NBB.....	4
--	----------

1.1 DE PRE-INDUSTRIËLE REVOLUTIE	5
1.2 DE OPRICHTING VAN DE NBB	6
1.2.1 OMSTANDIGHEDEN IPO	6
1.2.2 HISTORISCHE ROL NBB	6
1.3 1850-1900.....	7
1.3.1 DE KAPITAALVERHOOGING VAN 1872.....	7
1.3.2 DE STATUTENWIJZIGING VAN 1900.....	8
1.3.3 KOERSVERLOOP 1851-1900.....	8
1.4 BEGIN TWINTIGSTE EEUW	10
1.5 DE EERSTE WERELDOORLOG.....	11
1.6 HET INTERBELLUM.....	12
1.6.1 DE STATUTENWIJZIGING VAN 1926.....	13
1.6.2 DE ECONOMISCHE DEPRESSIE.....	14
1.7 DE TWEEDE WERELDOORLOG	16
1.8 DE NAOORLOGSE PERIODE	17
1.8.1 DE NATIONALISATIE VAN DE NBB?	17
1.8.2 DE STATUTENWIJZIGING VAN 1948	18
1.8.3 DE STATUTENWIJZIGING VAN 1959	20
1.8.4 DE STATUTENWIJZIGING VAN 1969	20
1.8.5 DE JAREN 70-80: DE VAL VAN DE GOUDSTANDAARD.....	20
1.8.5.1 Het koersverloop.....	21
1.8.5.2 De veranderingen van 1988	21
1.8.6 DE JAREN NEGENTIG: RICHTING EMU.....	22

HOOFDSTUK 2 HET BEDRIJF NBB IN PERSPECTIEF.....	25
--	-----------

2.1 HET LANDSCHAP VAN DE NBB	26
2.1.1 BEURSGENOTEERDE NATIONALE BANKEN	27
2.2 DOELSTELLING NATIONALE BANK VAN BELGIË.....	27
2.3 ACTIVITEITEN NBB	28
2.3.1 EUROPEES MONETAIR BELEID.....	28
2.3.1.1 Prijsstabiliteit	29
2.3.1.2 Goud- en deviezenreserves	29
2.3.2 BILJETTEN EN MUNTEN.....	30
2.3.3 STUDIE- EN INFORMATIECENTRUM.....	30
2.3.3.1 Studies.....	31
2.3.3.2 Statistieken.....	31
2.3.3.3 Balanscentrale.....	31
2.3.3.4 Centrale voor kredieten aan ondernemingen	32
2.3.3.5 Centrale voor kredieten aan particulieren	32
2.3.3.6 Documentatiecentrum.....	32
2.3.4 FINANCIËLE STABILITEIT	32
2.3.4.1 Het financieel toezicht	33
2.3.4.2 Financiële preventie.....	33
2.3.4.3 Crisisbeheer	34

2.3.5	INTERNATIONALE BETALINGEN.....	34
2.3.6	DIENSTEN VOOR DE STAAT.....	35
2.3.7	DIENSTEN VOOR DE FINANCIËLE SECTOR.....	35
2.3.7.1	Effectenvereffeningsstelsel.....	36
2.3.7.2	Beschermingsfonds.....	36
2.3.7.3	Ellips.....	36
2.3.7.4	UCV.....	36
2.3.8	DIENSTEN VOOR HET GROTE PUBLIEK.....	37
2.4	HET BESTUUR VAN DE NBB.....	37
2.4.1	DE ORGANEN VAN DE BANK.....	38
2.4.1.1	De gouverneur.....	38
2.4.1.2	Het directiecomité.....	39
2.4.1.3	De regentenraad.....	40
2.4.1.4	Het college van censoren.....	42
2.4.1.5	Het vergoedingsbeleid.....	42
2.4.2	ANDERE ACTOREN VAN DE BANK.....	43
2.4.2.1	De algemene vergadering.....	43
2.4.2.2	De vertegenwoordiger van de minister van Financiën.....	44
2.4.2.3	De bedrijfsrevisor.....	45
2.4.2.4	De ondernemingsraad.....	45
2.5	HET JURIDISCHE KADER.....	45
2.5.1	DE STATUTEN.....	46
2.5.2	HET MAATSCHAPPELIJK KAPITAAL.....	46
2.5.3	DE WINSTVERDELING.....	46
2.5.4	DE ONTBINDING.....	47
2.5.5	DE OVERIGE FINANCIËLE BEPALINGEN.....	48
2.6	DE NBB ALS N.V. VERSUS DE CONVENTIONELE N.V.....	48

HOOFDSTUK 3 DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS VAN DE NBB.....51

3.1	TRENDBREUK IN HET AANDEELHOUDERSSCHAP: 1948.....	52
3.1.1	DE DUBBELE MEERDERHEID.....	52
3.1.2	DE VISIE VAN DE PRIVÉ-AANDEELHOUDERS.....	52
3.2	DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS ANNO 1993.....	53
3.2.1	DEFINITIE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS.....	53
3.2.2	DE OPHEFFING VAN DE DUBBELE MEERDERHEID.....	54
3.2.3	DE VERTEGENWOORDIGING.....	54
3.3	DE OORZAKEN VAN DE VERENIGING VAN DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS.....	55
3.3.1	DE GOUDVERKOPEN.....	55
3.3.2	DE GEBOUWEN.....	56
3.3.3	DE VOORZIENINGEN.....	58
3.3.3.1	De voorzieningen voor toekomstige wisselkoersverliezen.....	58
3.3.3.2	De voorziening voor diverse risico's.....	59
3.3.4	DE RESULTAATSVERDELING.....	60
3.3.4.1	Inkomsten NBB.....	60
3.3.4.2	De numerieke winstverdeling per begunstigde.....	61
3.3.4.3	Het dividendbeleid van de NBB.....	62
3.3.5	DE ALGEMENE VERGADERING.....	64
3.4	DE VERENIGING VAN DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS VIA DEMINOR.....	64
3.4.1	DE JURIDISCHE ANALYSE.....	65
3.4.1.1	Rechten aandeelhouders.....	65
3.4.1.2	Het emissierecht.....	65
3.4.1.3	Aandeelhouders of obligatiehouders?.....	66
3.4.2	DOELSTELLINGEN.....	67

3.5 DE STRIJD VAN DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS VIA DEMINOR	67
3.5.1 DE EERSTE TUSSENKOMST VAN 11 MAART 2002.....	68
3.5.2 DE BODEMPROCEDURE VAN 2 JULI 2002.....	68
3.5.3 DE PROCEDURE TEGEN DE WET VAN 2 AUGUSTUS 2002.....	69
3.5.4 DE PROCEDURE TEGEN DE TRANSFERT VAN € 235 MILJOEN	71
3.6 DE STRIJD VAN DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS VIA MODRIKAMEN	72
3.6.1 DE BODEMPROCEDURE VAN 8 JANUARI 2004.....	72
3.7 DE HOUDING VAN DE BANK	73
3.7.1 HET WETTELIJK STATUUT.....	74
3.7.2 DE TAKEN VAN ALGEMEEN BELANG	74
3.7.3 HET EMISSIERECHT.....	75
3.7.4 DE GOUDRESERVES	75

HOOFDSTUK 4 HET AANDEEL NBB IN PERSPECTIEF **76**

4.1 ANALYSE NBB VERSUS BANK OF GREECE.....	77
4.1.1 BESTUUR BANK OF GREECE.....	77
4.1.2 WINSTVERDELING BANK OF GREECE.....	77
4.1.3 DE JAARREKENINGEN 2005-2006 ONDER DE LOEP.....	78
4.1.4 DE WINSTEN EN DIVIDENDEN VAN 1998-2006 ONDER DE LOEP	81
4.1.5 BESLUIT	84
4.2 RETURN AANDEEL NBB.....	85
4.2.1 DE SCOB-20 VERSUS NBB	86
4.2.2 BEREKENING RENDEMENT AANDEEL NBB	86
4.2.2.1 De speculatieve periode 2001-2005.....	90
4.2.3 BEREKENING RISICO AANDEEL NBB.....	92
4.2.3.1 De standaarddeviatie van het aandeel NBB.....	92
4.2.3.2 De Sharpe ratio	92
4.2.4 BESLUIT: DE ECHTE RETURN VAN HET AANDEEL NBB	93
4.3 BEURSNOTERING NBB.....	94
4.3.1 DE BEURSNOTERING VAN NADERBIJ.....	94
4.3.1.1 Nieuwe financieringsbron.....	95
4.3.1.2 Verbeterd bedrijfsimago en publiciteit	95
4.3.1.3 Motiveren van management en personeel.....	95
4.3.2 DE MOTIEVEN VOOR EEN DELISTING	96
4.3.2.1 Onbruik.....	96
4.3.2.2 Onderwaardering	97
4.3.2.3 Bescherming tegen vijandige overname/globalisering Europese kapitaalmarkten.....	97
4.3.2.4 Teveel informatie verschaffen	97
4.3.3 BESLUIT	98
4.4 OVERIGE PARAMETERS NBB	98
4.4.1 PRIJS PER AANDEEL EN VERHANDELD VOLUME	98
4.4.2 ANALISTENVERSLAGEN.....	100
4.4.3 BESLUIT	102

ALGEMEEN BESLUIT..... **103**

LITERATUURLIJST	106
------------------------------	------------

BIJLAGEN.....	116
----------------------	------------

BIJLAGE I DE OVERGANG VAN DE 5%-REGEL NAAR 3,5%.	116
---	------------

BIJLAGE II DE GECUMULEERDE MANDATEN VAN HET DIRECTIECOMITÉ.	117
---	------------

BIJLAGE III DE GOUDVERKOPEN VAN DE NBB.....	119
--	------------

BIJLAGE IV DE VERKOOPSOVEREENKOMST BIJHUIS KORTRIJK.	120
--	------------

BIJLAGE V DE DEKKINGSGRAAD VAN DE SCOB-20 DOORHEEN DE TIJD.....	126
--	------------

Lijst van de figuren

Figuur 1.1 Koers Nationale Bank van België periode 1851-1900	9
Figuur 1.2 Dividend Nationale Bank van België periode 1851-1900	9
Figuur 1.3 Koers Nationale Bank van België periode 1900-1913	10
Figuur 1.4 Dividend Nationale Bank van België periode 1900-1913	11
Figuur 1.5 Koers Nationale Bank van België periode 1914-1918	12
Figuur 1.6 Dividend Nationale Bank van België periode 1914-1918	12
Figuur 1.7 Koers Nationale Bank van België periode 1919-1939	15
Figuur 1.8 Dividend Nationale Bank van België periode 1919-1939	16
Figuur 1.9 Koers Nationale Bank van België periode 1940-1945	17
Figuur 1.10 Koers Nationale Bank van België periode 1945-1971	19
Figuur 1.11 Dividend Nationale Bank van België periode 1945-1971	19
Figuur 1.12 Koers Nationale Bank van België periode 1972-2008	23
Figuur 1.13 Dividend Nationale Bank van België periode 1972-2008	24
Figuur 2.1 Vergelijking NCB's eurosysteem versus niet-eurosysteem.....	26
Figuur 2.2 Vergelijking bevoegdheidsverdeling in de Bank versus gemeenrechtelijke N.V...	50
Figuur 3.1 Voorziening toekomstige wisselkoersverliezen.....	58
Figuur 3.2 Voorziening diverse risico's	59
Figuur 3.3 Winstverdeling NBB 1998-2007 (in duizenden euro's)	62
Figuur 3.4 Vergelijking dividend versus inflatie aandeel NBB	63
Figuur 4.1 Vergelijking balans, resultatenrekening en winstverdeling NBB versus Bank of Greece voor boekjaar 2005-2006	79
Figuur 4.2 Vergelijking winstcijfers NBB versus Bank of Greece	81
Figuur 4.3 Vergelijking relatieve winstcijfers NBB versus Bank of Greece	82
Figuur 4.4 Vergelijking relatief dividendbeleid NBB versus Bank of Greece.....	83
Figuur 4.5 Ontvangen dividend in vergelijking met de nettowinst voor boekjaar 1997-2006.	84
Figuur 4.6 Vergelijking return aandeel NBB versus SCOB-20	88
Figuur 4.7 Reële return SCOB-20 versus NBB.....	90
Figuur 4.8 Koers Nationale Bank van België periode 2001-2005	91
Figuur 4.9 Berekening Sharpe ratio 1900-2000	93
Figuur 4.10 Vergelijking gemiddeld volume/uitstaande aandelen voor BEL-20 versus NBB	99

Lijst van de afkortingen

AV	Algemene Vergadering
BBP	Bruto Binnenlands Product
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BoG	Bank of Greece
CBFA	Commissie voor Bank Financie- en Assurantiewezen
CFS	Comité voor Financiële Stabiliteit
ECB	Europese Centrale Bank
ELLIPS	Electronic Large-value Interbank Payment System
EMU	Europese Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
EVRM	Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens
HICP	Harmonised Indexes of Consumer Prices
IMF	Internationaal Monetair Fonds
IPO	Initial Public Offering
NBB	Nationale Bank van België
NCB	Nationale Centrale Bank(en)
NV	Naamloze Vennootschap
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
UCV	UitwisselingsCentrum en Verrekening
SCOB	StudieCentrum voor Ondernemen en Beurs
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications

Inleiding

Op 1 april 2008 titelt de Tijd ‘Nationale Bank overweegt dividendpolitiek bij te sturen’. In dit zelfde artikel lezen we ‘er kan worden nagedacht over een wijziging van het dividendbeleid, maar dan niet in het tumultueuze klimaat van deze namiddag. En we laten ons terzake ook niet onder druk zetten’. Geen één aprilgrap zo blijkt, maar wel degelijk een uitspraak die gouverneur Guy Quaden zich tijdens de algemene vergadering van 31 maart 2008 liet ontvallen.

Een dergelijk artikel zal door menig lezer diagonaal gescand worden of zelfs gewoonweg niet worden opgemerkt. Nochtans maken enkele dagen later verschillende media gewag van clandestiene filmpjes die gedraaid werden tijdens diezelfde algemene vergadering en die op het populaire medium youtube.com werden gepost.

Voor menig Belg een fait divers, voor een minderheid een reden tot euforie. Anderen zullen zich dan weer vragen stellen bij deze heisa. Niet in het minst zullen ze zoeken naar antwoorden op vragen als; ‘waarom zet men zulke filmpjes in godsnaam op het internet’ of ‘waarom een wijziging van het dividendbeleid’ en zeker en vast ‘welk tumultueus klimaat’? Dat er met andere woorden iets aan de hand is bij onze Nationale Bank zal zelfs voor leken ondertussen duidelijk geworden zijn.

Op het titelblad van de thesis prijkt centraal de titel ‘De Nationale Bank van België als beursgenoteerd bedrijf’. Een titel die op verschillende manieren kan opgevat worden. Enerzijds is het een pure vaststelling, anderzijds kan deze titel breder worden onderzocht. En uitgerekend dat laatste is de opzet van deze verhandeling.

Deze scriptie zal dan ook ingaan op de beurspositie van de Nationale Bank van België. Het waarom van het genoteerd staan op Euronext Brussel, de moeilijkheden hieromtrent en een analyse van het financiële verleden zijn hierbij de kernwoorden.

Critici zullen vragen stellen bij het feit dat een Nationale Bank, per definitie een instituut ter behartiging van het algemene, nationale belang beursgenoteerd is. Voor menigeen is het opmerkelijk dat zulk een instituut zich laat opnemen in de beurstabellen alsof het op zoek is naar kapitaal en haar aandelen laat verhandelen als ieder ander commercieel bedrijf. Bottom line is de vraag of dit ook het geval is? Kopen beleggers een aandeel Nationale Bank van België zoals het een goede huisvader betaamt? Of is het daarentegen een aandeel voor vermogenden, voor ingewijden of net voor speculanten? Drie categorieën die her en der opduiken in de literatuur omtrent de Nationale Bank.

Een ander vraagteken dat rees had betrekking op de tumultueuze algemene vergadering. Terwijl het merendeel der algemene vergaderingen eerder grijs en saai worden gepercipieerd, blijkt de algemene vergadering van de Nationale Bank dat net niet te zijn. Druist dit niet in tegen de verwachtingen? Kochten jaren geleden niet zovele beleggers aandelen Duvel Moortgat in de hoop naar aanleiding van de algemene vergadering van het bedrijf van hun favoriete gerstenat te kunnen ‘degusteren’ en daardoor het vragengedeelte zo snel mogelijk wensten af te haspelen? Daarentegen blijkt datzelfde vragengedeelte bij de Nationale Bank net uren te duren. Van contradicties in het verwachtingspatroon gesproken; heeft die Nationale Bank eigenlijk wel bedrijfsactiviteiten?

Tot dusver zijn we niet verder geraakt dan het opsommen en samenvatten van enkele pertinente vragen. Commotie rond dit aandeel, terecht of onterecht, dat is misschien wel de beste samenvatting van het bovenstaande en meteen ook een vraag die doorheen deze verhandeling zal beantwoord worden.

Aangezien de Nationale Bank beursgenoteerd is en bijgevolg een bedrijf als een ander oogt te zijn, is het van belang de geschiedenis hierachter te kennen. De geschiedenis van de Nationale Bank wordt dan ook chronologisch uit de doeken gedaan in hoofdstuk één, ingedeeld volgens macro-economische gebeurtenissen. Telkens werd er geopteerd om per periode tevens een nominale grafiek van zowel het koersverloop als het uitgekeerde dividend te bespreken. De openingsparagraaf van deze inleiding zal immers goed gekozen blijken te zijn.

Doorheen hoofdstuk twee gaan we op zoek naar het gezicht van de Nationale Bank. De vraag of we de Nationale Bank kunnen beschouwen als een bedrijf zal hierbij onze leidraad zijn. Vooreerst wordt de Nationale Bank (voortaan de Bank genaamd) in een ruimer perspectief geplaatst waarbij we op zoek zullen gaan naar haar ‘sectorgenoten’. Vervolgens verduidelijken we de missie van de Bank. Haar activiteiten en bestuur anno 2008 zullen we daarna in detail bespreken. Ook haar juridische structuur mag in een dergelijke bespreking niet ontbreken. Tenslotte zal hoofdstuk twee worden afgerond met een tweeledige analyse, waarin we de typisch commerciële naamloze vennootschap vergelijken met de N.V. Nationale Bank.

De aandachtige lezer zal tussen hoofdstuk één en twee een hiaat in de geschiedschrijving opgemerkt hebben. Niet zonder reden zo zal blijken in hoofdstuk drie. Deze achtjarige periode zal immers niet gekenmerkt worden door een typisch mondiale of Europese gebeurtenis, maar wel door interne strubbelingen. In zoverre uiteraard een conflict met de aandeelhouders intern kan bestempeld worden. Hoofdstuk drie zal zich dan ook hierop toespitsen. Enerzijds op de minderheidsaandeelhouders die zich verenigen, anderzijds op hun juridische strijd. De verschillende processen die werden aangespannen tegen de Bank worden onder de loep genomen net als de houding van de Bank in deze kwestie.

Hoofdstuk vier tenslotte dient gelezen te worden als het sluitstuk. Vooreerst zal de beursnotering kwalitatief besproken worden. Ook met het tegenovergestelde scenario, met name een delisting, wordt rekening gehouden. Vervolgens zal er een vergelijking gemaakt worden tussen de NBB en de Bank of Greece inzake de bedrijfsresultaten doorheen de laatste tien jaar. Het samenbrengen van reeds aangehaalde argumenten en enkele nieuwe - ontbrekende - zal hoofdstuk vier afronden. Dit hoofdstuk heeft weliswaar niet de pretentie een oordeel te vellen wie dan wel gelijk heeft in deze vete, maar placht enkele objectieve argumenten aan te halen; argumenten op basis van berekeningen en eigen analyse.

Hoofdstuk 1 De evolutie van de NBB

Tijdens dit hoofdstuk zullen we een sprong in de tijd maken. Vandaag heeft de Nationale Bank van België er 158 jaar geschiedenis opzitten. Wanneer we de beursnotering van de Nationale Bank van België (NBB) ten volle wensen te begrijpen, kunnen we aan haar geschiedenis niet voorbijgaan. Clio, de muze van de geschiedschrijving zal echter gekrenkt zijn door de compactheid van dit hoofdstuk. Dit deel heeft echter niet de pretentie de geschiedenis van de Bank te resumeren, wel is het opzet de lezer inzicht te geven in de evolutie van de Bank doorheen de tijd met een specifieke invalshoek, met name de beursnotering. In dit hoofdstuk zal duidelijk worden dat een dergelijke instelling groeit vanuit een nationale nood. Een nood die voor het onafhankelijke België in 1850 werd ingewilligd door de oprichting van de Nationale Bank (van België). De oprichting van de NBB gebeurde niet in een vacuüm, maar was sterk sociaal-economisch verankerd. Om deze verankering te verduidelijken zal in dit hoofdstuk gestart worden met een stuk noodzakelijke geschiedschrijving. Daarnaast is het verdere verloop van de Bank opgesplitst in een aantal perioden. Een in de literatuur gemaakte indeling zal grotendeels gevolgd worden. Zo beschouwt men de eerste zestig jaren van de Bank als min of meer consistent samenhangend, wat gevolgd wordt door een periode van wereldoorlogen, gescheiden van elkaar door het interbellum. Daarnaast constateert men de periode van de golden sixties, op de voet gevolgd door de crisisjaren. Eind twintigste eeuw tot slot was dan weer een memorabele periode voor de Europese nationale banken. Het weze de lezer duidelijk dat dit hoofdstuk niet louter een résumé van de geschiedenis van de instelling is, maar dat het enerzijds de evolutie van de rol en de beurskoers van de NBB weergeeft en anderzijds het de fundamenteen legt voor de hierna volgende hoofdstukken.

1.1 De pre-industriële revolutie

Anno 1800 gebeurde betaling hoofdzakelijk contant en werd lenen des duivels beschouwd. Leveranciers gaven handelaars krediet onder de vorm van wissels. Trekkers die niet tot de vervaldag konden wachten, wendden zich tot hun bankier die de wissel verdisconteerde. Deze activiteit werd door de bankiers van toen aangevuld met handeldrijven. Aan industriële financiering waagden bankiers zich nog niet. Dit zou echter snel wijzigen wanneer de industriële revolutie zich op gang zou trekken.

Onder het Hollandse bewind stimuleerde Willem I de uitbouw van een transportnet zodat de industriële bekkens hun producten konden afzetten. Hierdoor groeide ook de nood aan een passende financiële structuur. De ‘nieuwe bank’ diende zich te omringen met aandeelhouders en depositogevers. Een bank die uit deze noodzaak in het leven werd geroepen door Willem I in 1822 was de ‘Algemene Maatschappij ter begunstiging van de Volksvlijt’, kortweg Société Générale. Als rijkskassier bestond de voornaamste roeping van deze naamloze vennootschap erin om slapend kapitaal actief te maken en aan te wenden voor de industriële ontwikkeling. Ondernemingen konden bij de Société Générale terecht voor krediet op langere termijn. Daarnaast was de Société onder meer bevoegd voor de uitgifte van bankbiljetten (vanaf 1837), die in onze streken nagenoeg geen succes oogstten. Enerzijds wellicht omdat slechts sommige terugbetaalbaar waren in Antwerpen en andere in Amsterdam. Anderzijds moet ook rekening gehouden worden met het diepgewortelde wantrouwen bij het grote publiek ten opzichte van chartaal geld. (De Clercq, 1992, blz. 150-151; De Greef, 1899, blz. 179; Somers, 1969, blz.3; Tart, 1898, blz.5)

Na de onafhankelijkheid van België in 1830 kreeg de Société de status van centrale bank van de ‘monetaire satellietstaat’ België. Net om de financiële en politieke macht van de Société te beperken, werd een nieuwe private bank, de ‘Banque de Belgique’, opgericht in 1835 door tussenkomst van Charles de Brouckère. Deze nieuw opgerichte bank kreeg meteen een ruime bevoegdheid, waaronder het uitgeven van bankbiljetten en het optreden op het gebied van handelskrediet en investeringen. De twee vernoemde kemphanen hadden het rijk niet voor zich alleen; ook de Banque liégoise et Caisse d’épargnes (1835) en de Banque de Flandre of Banque gantoise (1841) eisten hun deel van de koek. (Conant, 1910, blz.13; De Clercq, 1992, blz. 154-155; Kauch, 1950, blz.13-17; Tart, 1898, blz. 13)

1.2 De oprichting van de NBB

1.2.1 Omstandigheden IPO

De financiële crisissituaties van 1838 en 1848¹ waarbij de onmacht van de Société en de Banque de Belgique naar voren kwam, deed het ontbreken van een ultieme geldschieter gevoelen. Deze kritieke periode bezorgde de Luikenaar Hubert J. W. Frère-Orban, minister van Financiën, hét argument om een diepgaande hervorming van het bankwezen, inclusief de oprichting van een centrale bank, door te voeren. In 1849 sloot Frère-Orban met de Banque de Belgique en de Société een compromis dat een einde stelde aan hun privilege om biljetten uit te geven. Het was de Nationale Bank verboden - direct of indirect - een belang te nemen in industriële bedrijven. In ruil zou de toekomstige Nationale Bank hun biljetten terugbetalen en bijgevolg de dienst van staatskassier overnemen. Beide banken participeerden in het kapitaal van de Nationale Bank; het startkapitaal werd overigens volledig door de privé bijeengebracht². De Nationale Bank was geboren en zou instaan voor het uniformeren van de bankbiljettenomloop en de inwisselbaarheid van de biljetten tegen edelmetaal. Bij de oprichting werd een dividendrendement van 5% vastgelegd, daarnaast ging 1/3^e van de winst die 6% van het sociaal kapitaal oversteeg naar de reserves. (Janssens, 1976, blz. 53; Kabir, 2001, blz.3; Kauch, 1950, blz.20-36; Smith, 1936, blz. 148; Tart, 1898, blz. 14-15; Van Elewyck, 1913, blz. 97)

1.2.2 Historische rol NBB

Vanaf het prille begin was de rol van de Nationale Bank duidelijk omlijnd: ze gaf biljetten uit, beheerde de valutareserve, stabiliseerde de koersen, verdisconteerde handelspapier via een net van discountkantoren en nam de rol van adviseur, bankier en rijkskassier op zich. De naamloze vennootschap Nationale Bank werd geleid door een raad van bestuur samengesteld uit een door de koning benoemde gouverneur en 6 door de aandeelhouders aangestelde directeurs. Daarnaast was er een rol weggelegd voor de censorenraad en een regeringscommissaris terwijl de continuïteit gedurende 25 jaar statutair verzekerd werd door de Staat.

¹ De crisisperiode was zowel van economische (industriële overproductie) als van politieke aard (het heroplaaien van het conflict met de Hollanders over de Luxemburgse kwestie).

² Deze bepaling was toen gemeengoed. The Bank of England, gesticht in 1694, was een commerciële bank waarvan de aandelen in handen waren van de Koning, de Koningin en een honderdtal individuen.

Een hooggeplaatste vinden die deze jonge, broze instelling zou leiden bleek geen sinecure. Uiteindelijk werd François-Philippe de Haussy, liberaal minister van Justitie, bereid gevonden de galerij der gouverneurs aan te sturen. (Kauch, 1950, blz. 82-83, 90)

1.3 1850-1900

Aan het eind van de jaren 1850 brak de financiële crisis uit - ten gevolge van de depressie van 1847 -, waaruit bleek dat de Nationale Bank haar rol als stabilisator wel degelijk kon bevestigen. Na de monetaire crisis van 1863-1865 verenigden Frankrijk, Italië, Zwitserland en België zich in de Latijnse Muntunie, waardoor de Nationale Bank haar monetaire speelruimte kon verruimen. Ondertussen nam de industriële activiteit een hoge vlucht, waardoor de Nationale Bank genoopt was tot meer activiteiten in 1870. (Janssens, 1976, blz. 87)

1.3.1 De kapitaalverhoging van 1872

Reeds in 1872 werd het uitgifteprivilegé voor de eerste maal verlengd en ditmaal voor een periode van 30 jaar. Op dat moment onderwierp de Staat de Nationale Bank aan een patentbelasting. Daarnaast werd de Bank ook verplicht een uitgiftetaks te betalen voor haar uitgifterecht op bankbiljetten. 0,25% werd halfjaarlijks geheven op het overschrijden van 275 miljoen frank in omloop. Daarenboven stond de Nationale Bank 25% van haar nettowinst af aan de Staat en 15% ging naar de reserves; enkel de eerste schijf van 6% werd gevrijwaard. Tot slot ging toen de 5%-regel in waarbij de ontvangsten van rentegevende activa van de NBB boven de vijf procent rechtstreeks naar de Staat gaan. Ondertussen dreven donkere wolken boven het industriële België, met in de jaren 1880 rumoerige opstanden van de arbeidersklasse als gevolg. (Kauch, 1950, blz. 146-154; Thiebould, 1910, blz. 20-21; Van Elewyck, 1913, blz. 97)

1.3.2 De statutenwijziging van 1900

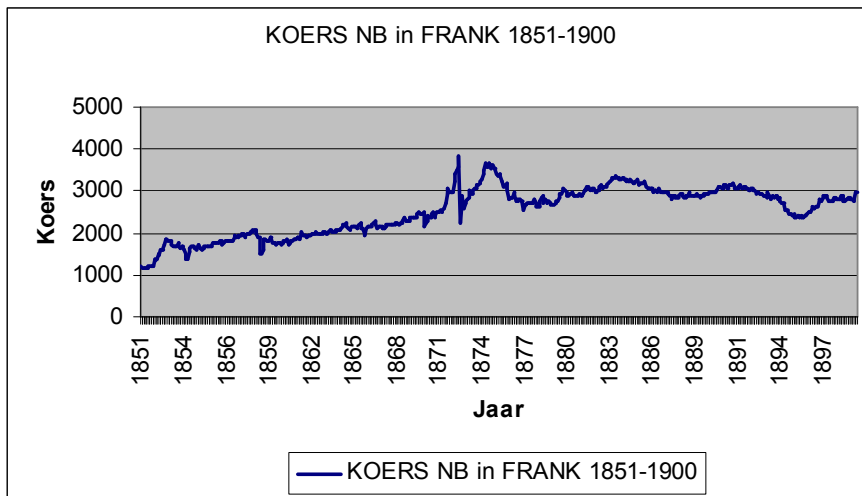
In 1900 moest het uitgifte-octrooi worden vernieuwd. Onder deze omstandigheden werd in het parlement heftig gediscussieerd over de nationalisatie van de Bank, een eis van de Belgische Werkliedenpartij. De belasting van 1872 bleef behouden, al werden de grenzen scherper gesteld. Voortaan werd de 1/4^e regel toegepast op een verlaagde 4% van de nettowinst en werd de 5%-regel bijgesteld tot 3,5%³. De wet van 26 maart 1900 brengt het dividend terug naar 4% en de 15% die richting reserve ging werd gereduceerd tot 10% op een overschrijding van 4% van het sociaal kapitaal. Ondanks een verhoging van de retributie aan de Staat bleven de statuten ongewijzigd en ging de Belgische centrale bank voortaan door het leven als Nationale Bank van België. Haar specifieke benaming ‘Nationale Bank van België’ kwam er om het onderscheid te maken tussen de nieuw opgerichte circulatiebank en de ‘Banque de Belgique’. Dit in tegenstelling met de benaming van centrale banken uit omliggende landen zoals oa. Bank of England, Banque de France, Nederlandse Bank of Bank of Greece. (Conant, 1910, blz. 131-132; Kauch, 1950, blz. 193-200, 241-249; Somers, 1969, blz. 4-5; Tart, 1898, blz. 35-36; Van Elewycck, 1913, blz. 97)

1.3.3 Koersverloop 1851-1900

Zoals op bladzijde 6-7 werd aangehaald werd de Nationale Bank (alvorens ze haar definitieve naam Nationale Bank van België kreeg) opgericht met privé kapitaal voor een termijn van 25 jaar. Het kapitaal bedroeg 25 miljoen frank dankzij de uitgifte van 25.000 aandelen. Door de wet van 20 juni 1873 zouden de door de Nationale Bank uitgegeven bankbiljetten de status van wettelijk betaalmiddel verkrijgen en vanaf dat moment zou niemand de betaling in bankbiljetten nog kunnen weigeren. De Nationale Bank die de inwisselbaarheid van de biljetten tegen goud moest garanderen, was genoodzaakt haar kapitaal te verhogen. In 1873 volgt er bijgevolg een kapitaalverhoging tot 50.000 aandelen, terwijl de termijn werd verlengd voor 30 jaar. In figuur 1.1 is het koersverloop te zien gedurende het eerste vijftigjarig bestaan van de Nationale Bank. Opmerkelijk is de sterke koersval in 1873 ten gevolge van de verwatering door de kapitaalverhoging. Na exact 49 jaar Nationale Bank (februari 1851 tem. februari 1900) is de koers van het aandeel opgelopen tot 2.965 frank, of een verdrievoudiging in nominale waarde (exclusief dividenden).

³ Zie bijlage 1 voor de verklaring van de verlaging van deze regel.

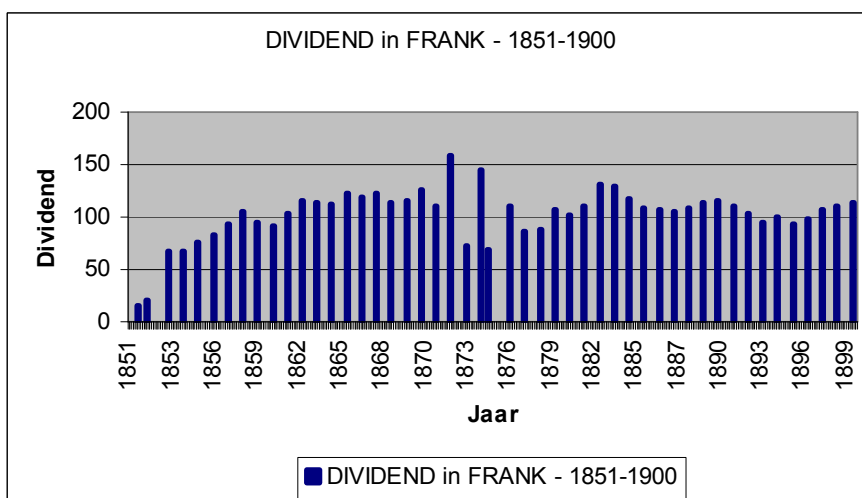
Figuur 1.1 Koers Nationale Bank van België periode 1851-1900



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

Figuur 1.2 geeft de nominale nettodividenden weer over dezelfde periode 1851-1900. Opgemerkt dient te worden dat de Nationale Bank tweemaal per jaar een dividend uitreikt, behalve tijdens de jaren 1851, 1852, 1873 en 1875. Het tweede dividend werd vanaf 1853 steeds uitgekeerd in oktober, met uitzondering van het jaar 1875. Deze twee dividenden werden steeds jaarlijks gecumuleerd in figuur 1.2. In het derde jaar na oprichting wordt reeds een dividend van 67 frank uitgekeerd en in 1858 kregen de aandeelhouders 105 frank uitgekeerd of 10,5% van de nominale waarde.

Figuur 1.2 Dividend Nationale Bank van België periode 1851-1900



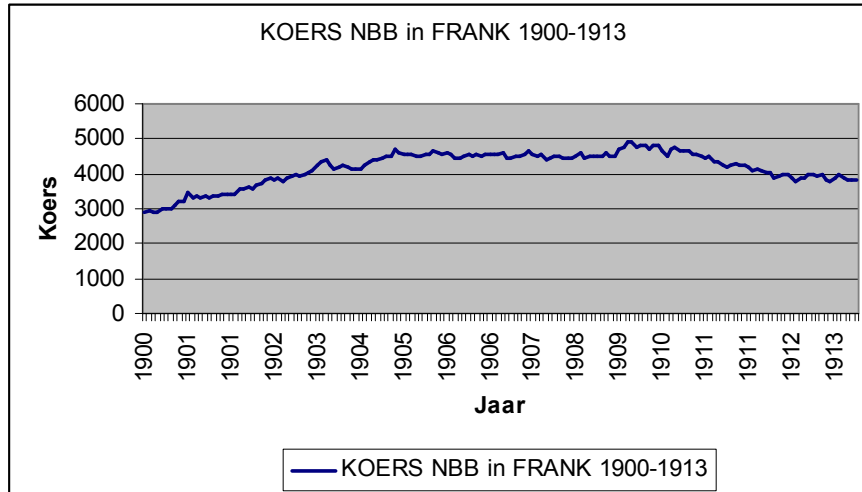
Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

1.4 Begin twintigste eeuw

Terugblikkend op ruim een halve eeuw activiteit, stelt de NBB in 1902 vast dat “de Belgische handel en onze veelvuldige industrieën een onmetelijke en onophoudelijke groei gekend hebben”. Dankzij haar krachtdadige organisatie en de niet aflatende diensten die zij bewijst, is de Bank van oordeel dat zij een deel van die hoge vlucht op haar conto mag schrijven”. (Pluym, 2000, blz. 42-43) Hoe sterk de bedrijfswereld aan het begin van de twintigste eeuw ook floreerde, spoedig zou de internationale crisis van 1913, samen met een troebele sociale toestand, een langdurige achteruitgang van het bedrijfsleven veroorzaken. (Kauch, 1950, blz. 252)

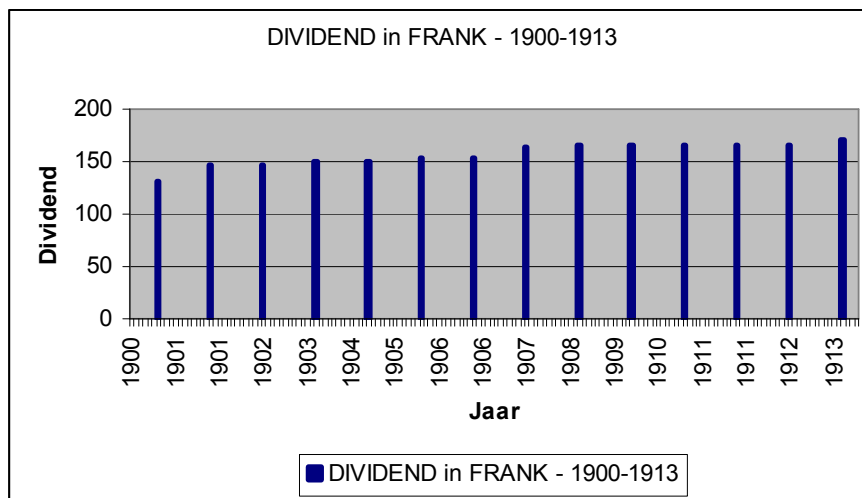
Een dergelijke evolutie vinden we ook terug in de beurskoers van de NBB voor die periode. Duidelijk wordt meteen dat vanaf 1910 het aandeel bijna 1000 frank moet prijsgeven over een periode van drie jaar, ten gevolge van de verslechterende internationale situatie - figuur 1.3 -, terwijl het dividend ondertussen opliep tot 170 frank in september 1913 - figuur 1.4.

Figuur 1.3 Koers Nationale Bank van België periode 1900-1913



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

Figuur 1.4 Dividend Nationale Bank van België periode 1900-1913

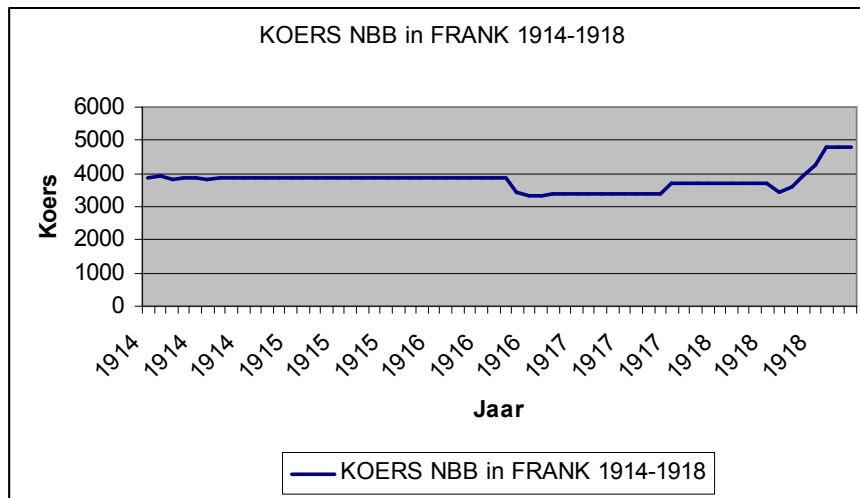


Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

1.5 De Eerste Wereldoorlog

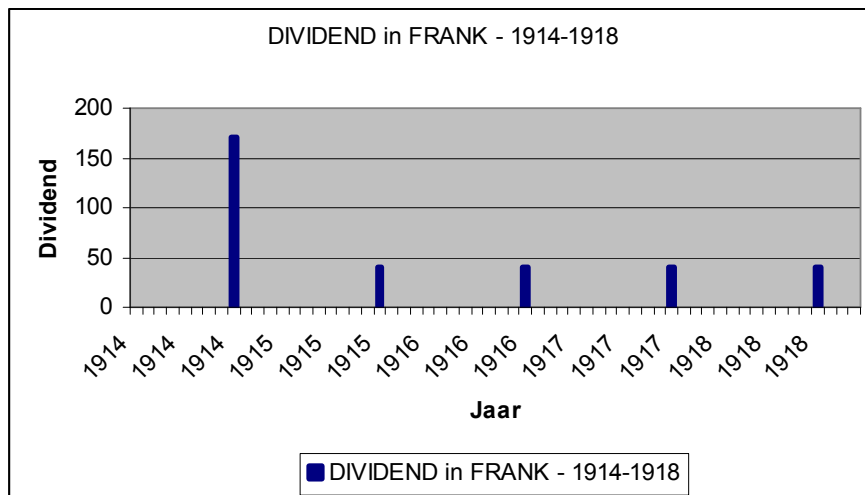
De voortekenen van de crisis in de Balkan deden de aandelenkoersen zo fel dalen dat de beurzen in Brussel en Antwerpen omstreeks eind juli 1914 gesloten werden. Zoals blijkt uit figuur 1.5 bleef de koers van het aandeel NBB tot en met juli 1916 gebetonneerd op 3.890 frank. Reden hiervoor was de sluiting van de Brusselse beurs waardoor er officieel geen handel in aandelen bestond. Net voor Kerstmis 1914 ontnamen de Duitsers de Bank haar emissierecht, hetgeen door de bezetter werd overgedragen aan de Société Générale. Hoewel de Bank tijdens de grote oorlog buitenspel werd gezet, richtte zij in 1916 een werkgroep op die zich specifiek bezighield met wat er moest gebeuren eenmaal de oorlog voorbij zou zijn. De Bank verklaarde zich zodoende akkoord de voorschotten te zullen verstrekken voor de noodzakelijke wederopbouw. Ondertussen keerde de N.V. NBB enkel in 1914 haar traditionele dividend uit. De volgende jaren zou de aandeelhouder genoeg moeten nemen met een oorlogsdividend van 40 frank. Na de oorlog kende België een verwoeste economie en een torenhoge inflatie, doordat er zes keer meer geld in omloop was dan net voor de oorlog, een gevolg van de oorlogsbelasting en de marken. De koers van het aandeel was intrinsiek sterk verwaterd, maar bleek zich te herstellen naar haar vooroorlogse peil. (De Clercq, 1992, blz. 235-236; Pluym, 2000, blz. 106-110)

Figuur 1.5 Koers Nationale Bank van België periode 1914-1918



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

Figuur 1.6 Dividend Nationale Bank van België periode 1914-1918



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

1.6 Het interbellum

De wisselcrisis die op WO I volgde werd toegeschreven aan de belangrijke valutatransacties i.v.m. de Duitse herstelbetalingen, maar ook aan de internationale speculatie. De Bank zag dan ook een deflatiebeleid, waarbij gestaag en zonder dat de productieve krachten van het land geschaad werden, als dé remedie om de monetaire instabiliteit te bedwingen.

“De geldhoeveelheid moet koste wat het kost teruggeschroefd worden, zodat de kosten van levensonderhoud stapsgewijs naar omlaag gebracht worden, de waarde van het geld verhoogd en de goudstandaard in ere hersteld wordt”. (NBB, 1922, blz. 30; Van der Wee & Tavernier, 1975, blz. 84-85)

1.6.1 De statutenwijziging van 1926

In tussentijd bleef de Belgische frank verder depreciëren en had de Staat een openstaande schuld van 5.680 miljoen frank bij de Bank. Dit duurde tot januari 1926. Toen stond het stabilisatieplan en de hervorming van de Bank centraal bij alle debatten. Het eerste daaruit voortvloeiende koninklijk besluit (25 oktober 1926) voorzorg in de afschaffing van de gedwongen koers en de vaststelling van de officiële goudwaarde van de frank. Daarnaast werd er een akkoord gesloten tussen Staat en de Bank. De Staat zou haar schuld aan de Bank niet terugbetalen in bankbiljetten, maar zou de netto-opbrengst van de stabilisatielening (circa 3.228 miljoen frank) aan de Bank afstaan. De Bank van haar kant zou de winst uit de herwaardering van de goudvoorraad (circa 1 miljard frank) aan de Staat toekennen, terwijl ze het ontvangen bedrag uit de stabilisatielening aan haar dekkingsreserve zou toevoegen. Het meest heikele punt in de discussie van 1926 was echter de hervorming van de Bank. (Van der Wee & Tavernier, 1975, blz. 141-142, 196)

Doordat de reserves van de Bank zwaar waren aangetast via speculatieve aanvallen tegen de frank, moesten de reserves worden aangevuld met een kapitaalverhoging. Het kapitaal werd hierbij van 50 op 200 miljoen gebracht, waarbij het aantal aandelen steeg van 50.000 naar 200.000. Concreet kwam dit alles tot stand via een incorporatie van de reserves van 50 miljoen frank, een herwaardering van de vaste activa ter waarde van 50 miljoen frank en een splitsing van de aandelen. Dat iedere aandeelhouder voor ieder oud aandeel, drie nieuwe ontving verklaart ook meteen de scherpe terugval in figuur 1.7. Aangezien door de splitsing de nominale waarde van een aandeel 1.000 frank bleef, werd 150 miljoen frank kapitaal nu vertegenwoordigd door 150.000 aandelen. De overige 50.000 aandelen werden voor openbare inschrijving aangeboden tegen 2.000 frank, waarvan 1.000 frank uitgiftepremie. De helft van deze 50.000 aandelen werd voor de bestaande aandeelhouders gereserveerd, de andere helft was bestemd voor het publiek. Daarnaast profiteerden de aandeelhouders van een eerste dividendverhoging van 4 naar 6 percent.

Van de resterende winst ging 10% naar de reserve en 6 % was bestemd voor het personeel. Van het overschot vloeide 60% naar de Staat en 40% ging als tweede dividend naar de aandeelhouders. (Van der Wee & Tavernier, blz. 141-142, 201-202)

Naast de ingreep op de stabilisatiekoers was de wijziging in het directie-orgaan van de Bank een ingrijpende maatregel. De raad van bestuur werd afgeschaft en vervangen door twee nieuwe beleidsorganen: het directiecomité en de regentenraad. De censorenraad werd vervangen door een college van censoren. Regenten en censoren werden voortaan verkozen uit de vertegenwoordigers van de belangrijkste economische sectoren, die hierdoor inmenging kregen in de beslissingen van de Bank. (Van der Wee & Tavernier, blz. 203)

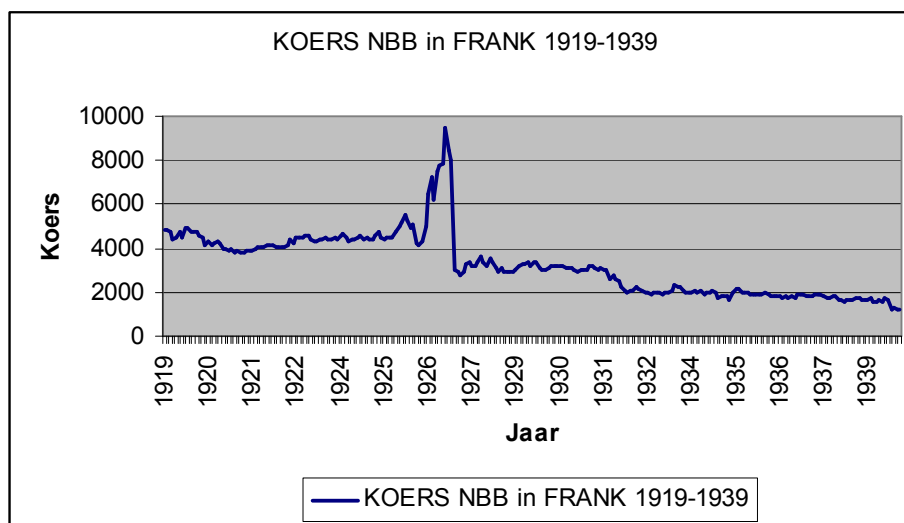
1.6.2 De economische depressie

Ondertussen bleek op het internationale toneel dat vooral de overgewaardeerde munt van Groot-Brittannië in een gevaarlijke positie verkeerde. Het pond was op monetair gebied zelfs sterk afhankelijk geworden van de Banque de France. Op het Amerikaanse vasteland liep de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt volledig uit de hand en volgde er een tijd van wilde beurspeculatie. Dat de beursturbulenties van 1929-1930 zich in sterke mate afspeelden in de Verenigde Staten blijkt in figuur 1.7 uit de vrij stabiele koers van het aandeel NBB. Toen daalde de koers meer bepaald tussen oktober en november 1929 met amper 2%. (Galbraith, 1954, blz. 15)

Een meer ingrijpende gebeurtenis op het koersverloop bleek de uitbarsting van de Engelse bom, met name het pond sterling was op 21 september 1931 niet langer omwisselbaar in goud. De Bank had in het najaar van 1926 omvangrijke hoeveelheden ponden gekocht, omdat deze weer even solide werden geacht als goud en daarnaast inkomsten opleverden dit in tegenstelling met een steriele goudvoorraad. Het pond sterling was immers gedurende twee eeuwen een symbool van geldstabiliteit gebleken. De Bank leed door de val van het pond sterling een verlies dat de omvang van haar maatschappelijk kapitaal meer dan tweemaal overtrof. Op een half jaar tijd verloor de Bank dan ook gestaag 33% van haar beurswaarde. (Pluym, 2000, blz. 47-48; Van der Wee & Tavernier, blz. 244-250) De jaren na 1926 werden getekend door depressie, werkloosheid en stagnatie. De devaluatie van 1935 betekenden een keerpunt in de economische ontwikkeling van België en luidde een periode van herstel in. (Janssens, 1976, blz. 226; Pluym, 2000, blz. 48; Van der Wee & Tavernier, blz. 289)

Toch bleek de expansie al bij al zwak: een snel opduikende conjunctuurverzwakking kon louter opgevangen worden door de bedrijfstakken die profiteerden van de oorlogsvoorbereiding. Het aandeel NBB behoorde duidelijk niet tot deze laatste groep. Net voor de oorlog deemsterde het aandeel weg tot 1.200 frank. Daarnaast kan een ander argument worden aangehaald dat niet bepaald koersondersteunend werkte. De Nationale Bank van België werd tijdens deze periode geconfronteerd met de toenemende staatsinterventie. De formele beleidsstructuur van de Bank veranderde opnieuw in oktober 1937. Belangrijke wijzigingen waren onder meer het bestuur dat toevertrouwd werd aan het directiecomité. Daarnaast werden onverenigbaarheden voor de regenten aanzienlijk uitgebreid, met als doel de invloed van het zakenleven en het privé-bankwezen te beperken. De uitbreiding van de macht van regeringscommissaris werkte de controle van de Staat in de hand, daar deze het recht had iedere beslissing van de Bank op te schorten. Op de keper beschouwd was er in de laatste vredesjaren voor de Tweede Wereldoorlog een verbetering die België amper boven het economisch niveau van 1929 bracht. (Van der Wee & Tavernier, blz. 371-375)

Figuur 1.7 Koers Nationale Bank van België periode 1919-1939

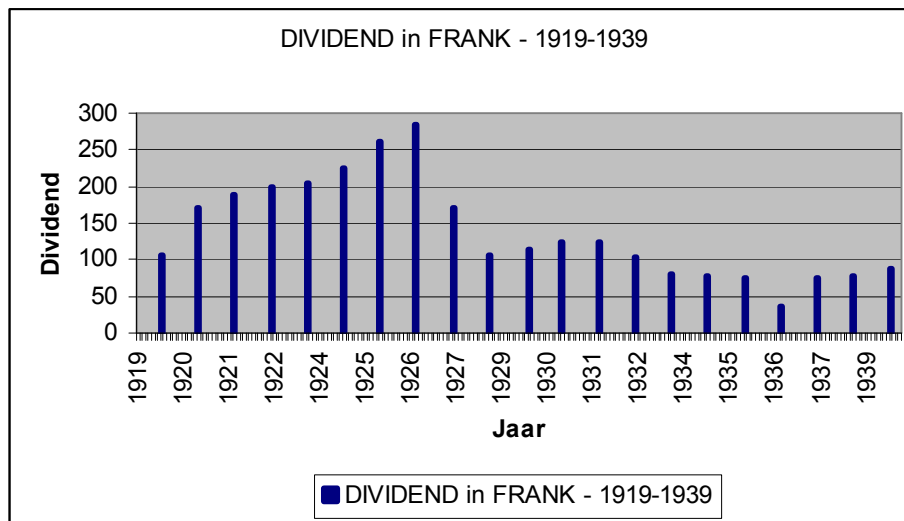


Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

In figuur 1.8 vinden we de dividendpolitiek terug aan de hand van een staafdiagram. Het weze duidelijk dat het dividend mooi oploopt tot en met 1926. Daarna lijkt het terug te vallen, maar niets is minder waar. Zoals hierboven reeds werd aangehaald kende de Bank in 1926 een aandelensplitsing, gekoppeld aan het optrekken van het eerste dividendrendement tot 6%. Het tweede dividend vertegenwoordigde 40% van de overblijvende winst.

Toch zien we een kentering ten opzichte van het verleden. Voor het eerst in de geschiedenis van de Bank past het dividendrendement niet meer in die globaal stijgende tendens van weleer. De val van het pond en haar gevolg voor de winst van de bank werden al hoger aangehaald als reden voor het catastrofale verlies voor de Bank.

Figuur 1.8 Dividend Nationale Bank van België periode 1919-1939

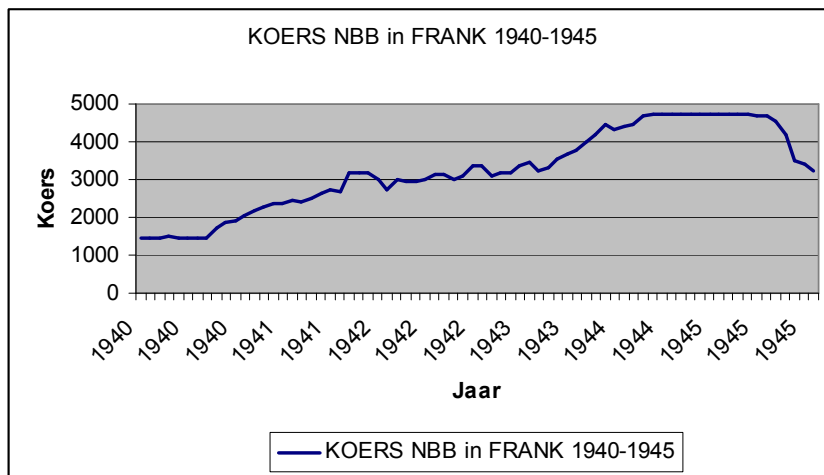


Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

1.7 De Tweede Wereldoorlog

Naarmate de oorlogsgeruchten aanzwollen begon de Bank haar goudvoorraden in veiligheid te brengen, wat de start bleek van een ware odyssee. Het goud was amper in veiligheid of de Duitse inval vermorzelde België als een pletwals. Op 28 mei 1940 gaf België zich over, op een moment dat de Bank gesloten was. De Duitsers eisten een heropening, maar directeur Goffin weigerde. Omdat de financiële wereld wenste te vermijden dat de bezetter het geldwezen volledig onder controle kreeg stelde deze voor een Emissiebank op te richten die de taken van de centrale bank zou overnemen. In België ontstonden zo twee centrale banken naast elkaar. Tegen het einde van de oorlog had de Emissiebank een totale schuldvordering van 65 miljard frank waarvoor de Nationale Bank van België tegen wil en dank opdraaide. (Pluym, 2000, blz. 115-124) In tegenstelling tot de vorige oorlog ging de beurskoers van de NBB wel hoger en dit zelfs spectaculair: begin 1945 noteerde de koers van het aandeel NBB 325% hoger dan aan het begin van de Tweede Wereldoorlog. Opmerkelijk is dat tijdens de oorlogsjaren de Bank geen dividend uitkeerde, met uitzondering van een eenmalig dividend ter waarde van 45 frank net voor het begin van de oorlog in maart 1940.

Figuur 1.9 Koers Nationale Bank van België periode 1940-1945



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

1.8 De naoorlogse periode

1.8.1 De nationalisatie van de NBB?

Na de definitieve aftocht van de bezetter stond de Bank aan de vooravond van een historisch keerpunt in haar geschiedenis. De discussie omtrent de nationalisatie van de NBB brak in alle hevigheid los. In de omringende landen gingen de overheden immers over tot de nationalisatie van hun centrale bank; Frankrijk beet op 1 januari 1946 de spits af, gevolgd door het Verenigd-Koninkrijk op 1 maart 1946 en Nederland op 14 mei 1946. In België daarentegen verdedigde gouverneur Maurice Frère (1944-1957) met vuur het privé-aandeelhouderschap; België onderscheidde zich dan ook binnen Europa door zijn liberaal getinte weerstand. Een nationalisatie van het instituut dat een groot moreel prestige genoot bij de bevolking voor de manier waarop ze zich steeds tegenover de bezetter had opgesteld, leek dan ook een onhaalbare kaart. Daarnaast dient opgemerkt dat de Belgische publieke opinie een gematigde hervorming gemakkelijker zou aanvaarden; men vreesde dat een volledige nationalisering het startsein kon betekenen van een golf van nationalisering. Dit werd versterkt door het feit dat de Belgisch Kommunistische Partij bij de eerste naoorlogse verkiezingen in 1946 haast 13% van de stemmen haalde. De vrees voor het communisme zat er dan ook goed in. (Brion & Moreau, 2005, blz. 109-110)

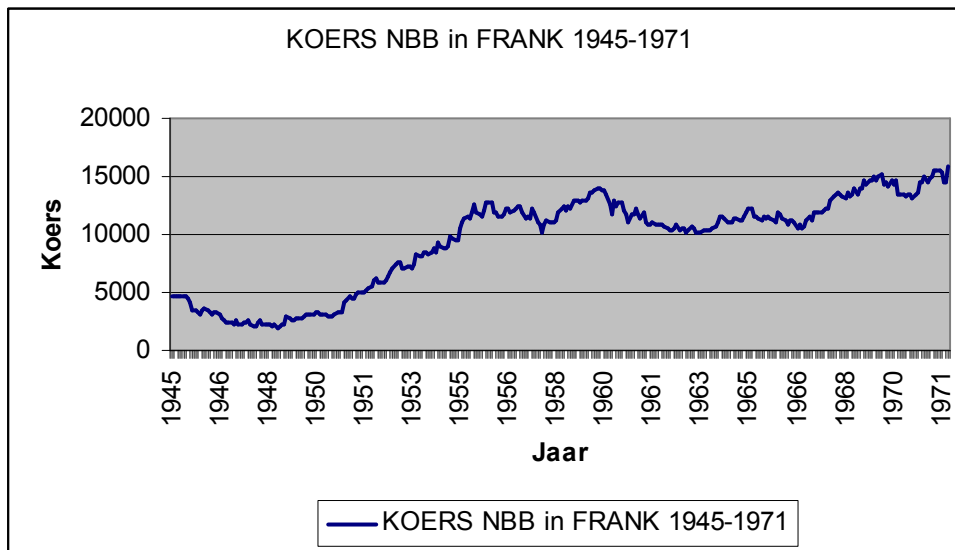
1.8.2 De statutenwijziging van 1948

Het is in een dergelijk kader dat er gekozen werd voor een Belgische oplossing. Door het aandelenkapitaal te verdubbelen en de nieuw uitgegeven aandelen op naam van de Staat te schrijven werd een compromis bereikt tussen de voor- en tegenstanders van nationalisatie van de Bank. Samengevat verliep de operatie na goedkeuring van de “assemblée houleuse” van 13 september 1948 als volgt. De oorlogswinsten van de NBB (263.937.000 frank) worden overgedragen aan de Staat. Hiervan gebruikte de Staat 200 miljoen om in te schrijven op 200.000 aandelen, waardoor de Staat 50% van de aandelen in handen kreeg. Als garantie voor de privé-aandeelhouders wordt het principe van de dubbele meerderheid ingevoerd. Daarnaast neemt de Staat de schuldvordering op de Emissiebank over (64 miljard frank) wat gecompenseerd wordt door de opbrengst van de muntsanering, de Gutt-operatie⁴ (63,5 miljard frank). Opvallend is dat na deze ingrijpende statutenwijziging er amper iets veranderde aan de winstverdeling. Alhoewel de Staat de grootste aandeelhouder wordt met de helft van de aandelen in handen, toch blijven compensaties voor de overige aandeelhouders uit - met uitzondering van de dubbele meerderheid -, zodat hun belang sterk verwatert. Tot slot merken we op dat na deze operaties er een openstaande schuld van de Staat aan de Bank bleef van 35 miljard frank. (Brion & Moreau, 2005, blz.60-64; De Clercq, 1992, blz. 310; Eizenga, 1994, blz. 5; Pluym & Boehme, 2005, blz. 473)

Hoewel de voorgaande paragraaf de resultaten van de bijzondere algemene vergadering weergaf, was de stemming onder de aandeelhouders alles behalve positief. “Nous avons le couteau sur la gorge,” vat een aandeelhouder het bondig samen. (Brion & Moreau, 2005, blz. 63) Hiermee duidt hij op het feit dat de Bank willens nillens verantwoordelijk werd gesteld voor de schuldvordering op de Emissiebank, veroorzaakt door de bezetter, waardoor de Bank haar faillissement tegemoet zag. Een dergelijk pessimisme vinden we ook terug in de beurskoers van 1948; het aandeel had ondertussen de helft van zijn waarde verloren en het zou duren tot juni 1951 eer het aandeel weer zou noteren aan zijn naoorlogse koers, zoals in figuur 1.10 duidelijk te zien is.

⁴ Via een verplichte omwisseling van de bankbiljetten vanaf oktober 1944 slaagde minister van Financiën Camille Gutt erin de geldhoeveelheid te reduceren van 140 miljard frank naar 25 miljard frank in bankbiljetten en 6 miljard in schatkistcertificaten. Deze bestrijding van de prijsinflatie gebeurde via een verplichte omwisseling van bankbiljetten en een blokkering van de depositorekingen. In latere jaren (1944-49) werd een deel van deze geblokkeerde deposito's alsnog vrijgegeven, terwijl de rest werd omgezet in langlopend overheidspapier dat kon aangewend worden voor het betalen van belastingen.

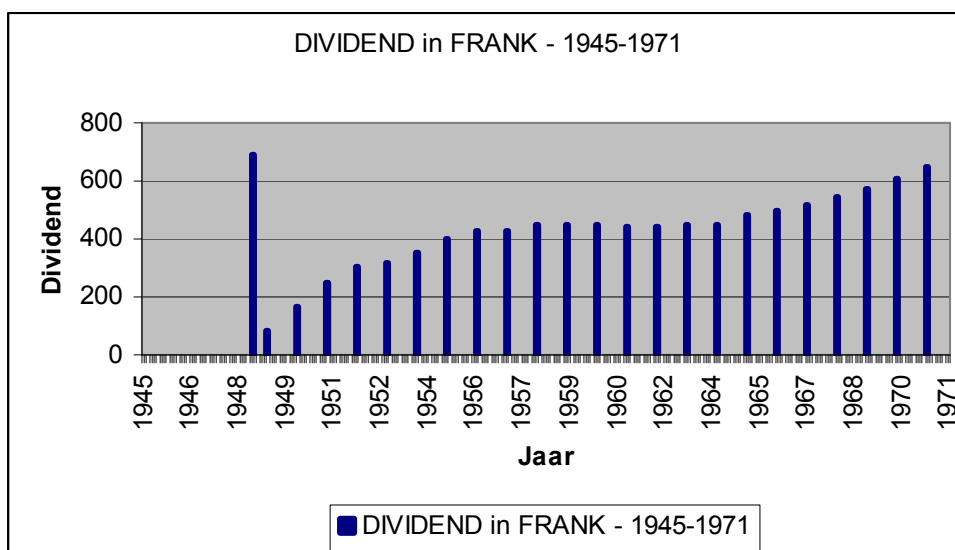
Figuur 1.10 Koers Nationale Bank van België periode 1945-1971



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

In diezelfde periode verliep de uitbetaling van het dividend dan ook woelig; de aandeelhouders kregen in september 1948 als compensatie een superdividend van 689,5 frank, of 35,5% van de beurswaarde van het aandeel op dat moment. In figuur 1.11 is daarnaast ook te zien dat er tijdens de periode na de oorlog en voor de statutenwijziging geen dividend werd uitgekeerd en dat na het superdividend van 1948 het nominale dividendbedrag een stijgende trend kent.

Figuur 1.11 Dividend Nationale Bank van België periode 1945-1971



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008)

1.8.3 De statutenwijziging van 1959

De volgende jaren zouden voor de aandeelhouders eerder rustig verlopen, gesterkt door de golden sixties, meer bepaald de periode 1959-1971. Toch meldden we op 29 juli 1959 een aanpassing van de statuten, veroorzaakt door het chronische begrotingstekort van de Belgische Staat; de Bank zou de goudafdracht van 2,8 miljard frank aan het IMF financieren. De staatsschuld aan de Bank die toen nog werd gefixeerd, zou gedurende drie decennia onveranderd op de balans blijven voorkomen. Daarnaast werd de 3,5% regel (zie bijlage I) verlaagd naar 3%. In ruil werd de bestaansduur van de Bank verlengd. (Pluym & Boehme, 2005, blz. 471-476)

1.8.4 De statutenwijziging van 1969

Een andere statutenwijziging werd ingeleid door de Bank zelf. De gouddekking die in 1969 40% bedroeg, werd op 5 september 1969 teruggebracht naar 33%. Alhoewel de inwisselbaarheid van biljetten in goud sinds 1940 was opgeschort en nooit zou worden hersteld, toch vond de minister van Financiën het “om psychologische redenen” beter de regel te moderniseren dan hem af te schaffen. Pas in 1988 zou deze dekkingsverplichting afgeschaft worden. (Pluym & Boehme, 2005, blz. 480-481)

1.8.5 De jaren 70-80: de val van de goudstandaard

Het aandeel NBB heeft ondertussen een nieuw hoogterecord van 15.000 frank bereikt, maar de steun bleek onvoldoende en het zal tot 1971 duren eer de grens van 15.000 frank definitief doorbroken wordt. Opmerkelijk is dat de koers van de NBB vanaf haar beursnotering in 1851 tot en met 1951 amper vervijfvoudigd is, maar dat ze nu na twee decennia vervijftienvoudigd is. Inflatie is, zo zullen we in hoofdstuk vier aantonen hier niet vreemd aan. Economisch gaat het de wereld voor de wind tot in augustus 1971 de goudstandaard in elkaar stuikt. De in 1944 afgesloten Bretton Woods akkoorden voor vaste, doch aanpasbare wisselkoersen werden opgeschort. De wereld werd opgeschrikt door hevige schommelingen op de valutamarkten. In december 1971 volgen de Smitshonian akkoorden waarbij rond de Amerikaanse dollar een structuur van zogenaamde centrale koersen werd georganiseerd. De golden sixties zijn voorgoed vergeten wanneer de wereld in de jaren zeventig wordt opgeschrikt door twee oliecrisisen. (Janssens, 1997, blz. 206-210; Roossens, 2007, blz. 32)

Op 2 februari 1982 kreeg gouverneur de Strycker (1975-1982) te horen dat de Belgische frank zou devalueren in het raam van een programma van inkomensmatiging. Het feit dat de regering hiertoe had beslist achter de rug van de gouverneur om, hekelde de Strycker als “een flagrante inbreuk op een historische traditie”. (Janssens, 1997, blz. 229) Tien jaar later bestempelde professor Roland Beauvois, directeur bij de Bank, deze devaluatie als ‘la dévaluation honteuse’, waarmee hij duidde op het feit dat deze devaluatie onnodig was. Hierin speelden een regent (Houthuys), een censor (Detremmerie) en een ambtenaar (Verplaetse) een hoofdrol, zonder dat de gouverneur hiervan op de hoogte was. (Janssens, 1997, blz. 230)

1.8.5.1 Het koersverloop

In een dergelijk somber economisch tijdsbestek heeft de koers van de NBB geen brokken gemaakt. Tussen 1972 en 1982 heeft het aandeel niks gewonnen en heeft het matig gefluctueerd binnen een interval van 12.350 en 22.000 frank. Eens de devaluatie van de frank een feit was, bleek de koers van de NBB vanaf augustus aan een opmars te beginnen. De volgende jaren blijken goede jaren voor het goede huisvaderaandeel, gesterkt door de gunstige wind die waaide in de internationale conjunctuur. In september 1987 zet het aandeel een recordhoogte neer van 47.300 frank. De vreugde was helaas van korte duur; de beurscrash van oktober 1987 deed het aandeel meer dan 32% terugvallen, zoals te zien is in figuur 1.12. Als reactie volgde een internationale rentedaling, wat de beleggingen in aandelen opnieuw aantrekkelijk maakte.

1.8.5.2 De veranderingen van 1988

In 1988 bepaalde de wetgever geen nieuwe tijdslimiet meer voor de Bank. Daarnaast besloot de wetgever dat de NBB goud mocht verkopen en dat deze meerwaarde op een ‘onbeschikbare reserverekening’⁵ werd gestort die bij vereffening van de Bank aan de Staat toekomt (wet van 23 december 1988). De tot dusver steeds verplichte gouddekking van de biljetten werd hierbij opgeheven.

⁵ De onzekerheid die kon bestaan omtrent de bestemming van de meerwaarde gerealiseerd naar aanleiding van transacties met goud uit de reserves van de Bank, werd weggenomen. Vanaf de nieuwe wet werden de eventuele goudverkoppen tegen deviezen geboekt op een bijzondere onbeschikbare reserverekening; de tegenwaarde ervan is opgenomen in het totaal van de deviezentegoeden; de netto-opbrengst ervan wordt aan de Staat toegekend. (Janssens, 1997, blz. 246)

Van januari tot maart 1989 verkocht de Bank 127 ton goud op de markt en boekte deze meerwaarde - ten bedrage van 54,8 miljard frank - overeenkomstig de wet van 23 december 1988 op een onbeschikbare reserverekening die werd belegd in buitenlandse deviezen. De opbrengst van die belegging kwam eveneens integraal ten goede aan de Schatkist. (Janssens, 1997, blz. 244-245)

1.8.6 De jaren negentig: richting EMU

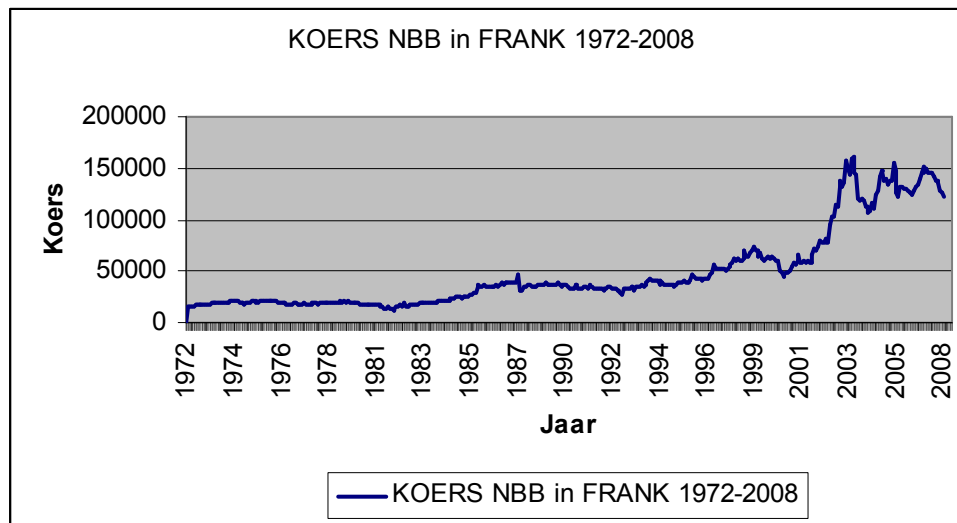
Het volgende decennium zou aanvangen met enkele belangrijke internationale gebeurtenissen als de Golfoorlog en de politieke eenmaking van Duitsland. De jaren negentig stonden meteen ook synoniem met de periode waarin de Europese Monetaire Unie (EMU) zou worden voorbereid en opgericht. Toetreding tot de EMU kon onder voorbehoud van vier voorwaarden, met name: prijsstabiliteit, de toestand van de openbare financiën, de stabiliteit van de wisselkoers en het rentepeil voor de lange termijn. Voor België betekende dit in concreto dat enkel het tweede criterium een probleem opleverde. Het overheidstekort mocht niet meer dan 3% van het bruto binnenlands product (BBP) belopen. Anderzijds mocht de overheidsschuld niet meer dan 60% van het BBP bedragen. Met het oog op die 3% norm verkocht de Bank in 1992 opnieuw een deel van haar goudreserves en belegde de opbrengst in rentedragende deviezen ten gunste de Staat. Ook in de daaropvolgende jaren zou de Bank nog goud verkopen. (Janssens, 1997, blz. 265-266)

De volgende stap bestond erin die meerwaarde aan te wenden voor de terugbetaling in deviezen, waardoor vooruitgang zou geboekt worden in de hoger vermelde 60% norm⁶. Eveneens in 1996 werd een nieuwe organieke wet uitgewerkt om de statuten van de Bank verenigbaar te maken met het verdrag van Maastricht en met de statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB)⁷. Concreet werd de algemene raad afgeschaft en diens bevoegdheden werden overgedragen aan de regentenraad en het college van censoren. Daarnaast zal de regentenraad niet langer het monetaire beleid vastleggen, aangezien deze opdracht werd overgeheveld naar de Europese Centrale Bank (ECB) in Frankfurt. (Janssens, 1997, blz. 267)

⁶ De wettelijke grondslag hiertoe werd gelegd door een Koninklijk Besluit van 18 oktober 1996, uitgevaardigd krachtens een wet van 26 juli met betrekking tot de budgettaire voorwaarden tot deelname van België aan de EMU. (Janssens, 1997, blz. 266-267)

⁷ Europees Stelsel van Centrale Banken: ECB en centrale banken van de 27 landen van de EU

Figuur 1.12 Koers Nationale Bank van België periode 1972-2008

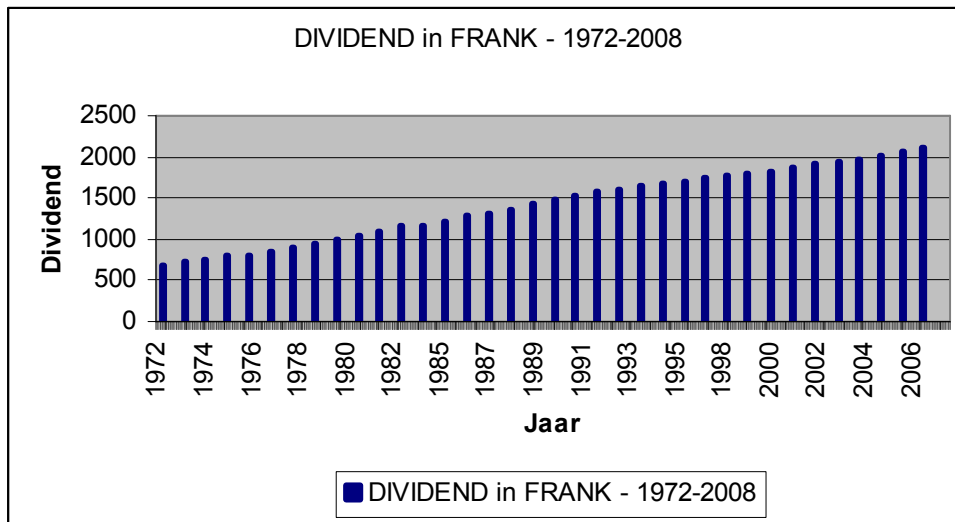


Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008) en Euronext (2008)

De nadruk die in de voorgaande paragrafen werd gelegd op de slinkende goudvoorraad is niet zonder reden. Hierop zullen we diepgaander terugkomen in hoofdstuk 3, maar ook in figuur 1.12 heeft dit zijn impact. De reserves die de NBB aanhield, leidden immers begin 1997 tot speculatie op het aandeel van de Bank. Binnen enkele weken steeg de prijs van het aandeel met bijna 35%. In lijn met de organieke wet zou op het moment dat de NBB haar emissierecht verliest, 20% van haar reserves worden uitgekeerd aan de Staat, terwijl de overige 80% bestemd was voor de aandeelhouders. De speculatie verdween pas toen de overheid bekend maakte dat de mogelijke uitkering van de reserves onmogelijk was; het emissierecht zou pas op 1 januari 2002 worden overgedragen aan de ECB. (Kabir, 2001, blz. 7)

Tussen 1997 en maart 2000 positioneert de koers van een aandeel NBB zich stevig boven de kaap van de 50.000 frank, enkel gedurende het voorjaar en de zomer van 2000 duikelt het weer even onder deze grens om dan als een feniks uit zijn as ter verrijzen. Drie jaar later, in oktober 2003 bereikt het aandeel zijn allerhoogste koers ooit, 168.983,84 frank, waarna het plots steil bergaf gaat. De koersen in figuur 1.12 werden na 1 januari 1999 omgerekend naar Belgische frank aan een conversiekoers van 40,3399 om de consistentie in de grafiek niet te ondermijnen. Duidelijk is dat bij het ingaan van de nieuwe eeuw het aandeel een sterke sprong vooruit maakte, met name vanaf het jaar 2002. Hoofdstuk 3 is dan ook volledig aan de onderliggende reden van deze hausse in de koers gewijd.

Figuur 1.13 Dividend Nationale Bank van België periode 1972-2008



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van SCOB (2008) en Euronext (2008)

In figuur 1.13 is een mooie, gelijkmatige stijging te zien in het uitgekeerde nominale dividend. Een dergelijke, nominale stijging rijmt de Bank met haar politiek van een geïndexeerd obligatie-aandeel. Doordat het aandeel NBB een risicoloos aandeel is, wenst de Bank haar aandeelhouders een dividend uit te keren dat jaarlijks lichtjes sterker toeneemt dan de inflatie zodat de aandeelhouder niet aan koopkracht inboet. Een dergelijk conservatief dividendbeleid doet de Bank haar aandeel vergelijken met een geïndexeerde obligatielening, hetgeen, zo zullen we in hoofdstuk drie bespreken, begin 21^{ste} eeuw aanleiding zal geven tot commotie.

Tijdens dit hoofdstuk werd duidelijk dat de bank sinds 1850 sterk geëvolueerd is. Wegens de verschillende statutenwijziging werd er ook regelmatig getimmerd aan een veranderende situatie inzake bestuur en activiteiten van de Bank, terwijl de juridische structuur weinig onderhevig is geweest aan veranderingen. Bijgevolg zal het volgende hoofdstuk zich specifiek op het juridische en bestuurlijke van de Bank toespitsen.

Hoofdstuk 2 Het bedrijf NBB in perspectief

In dit tweede hoofdstuk zullen we vertrekken vanuit een Europees perspectief op centrale banken. Meteen valt op dat een minderheid aan nationale banken beursgenoteerd is. Naast de Belgische is enkel de nationale bank van Griekenland (Bank of Greece) beursgenoteerd binnen het ESCB-stelsel. Naast een algemeen kader dient dit hoofdstuk de lezer een breder bedrijfsbeeld te verschaffen over de Nationale Bank van België. Desalniettemin zal het de lezer snel duidelijk worden dat de term ‘bedrijf’ - die overigens een sterke commerciële connotatie kent - niet volledig op zijn plaats is. In dit licht worden de taken van de Bank anno 2008 uitvoerig besproken. Terwijl hoofdstuk één de evolutie schetste van de Bank zal dit hoofdstuk dieper ingaan op het bedrijfsmodel van onze centrale bank vandaag. Naast de activiteiten komen ook de organen van de Bank uitgebreid naar voren, vermits deze enigszins afwijkend zijn van de traditionele bedrijfswereld. Aangezien de Bank historisch gegroeid is vanuit een voornamelijk wetgevende hoek, zal er ook aandacht besteed worden aan het juridische kader van de Bank. Doorheen het ganse hoofdstuk zal een concept van ‘afwijking’ de rode draad vormen. Om die reden zal het slotstuk bestaan uit een analyse waarin de typisch commerciële naamloze vennootschap wordt vergeleken met de N.V. NBB.

2.1 Het landschap van de NBB

Als gevolg van het Verdrag van Maastricht zijn de centrale banken van de vijftien lidstaten van de Europese Unie op 1 juni 1998, inclusief de nieuw opgerichte Europese Centrale Bank (ECB), lid geworden van een supranationale instelling; het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB). Synchron met hiermee schakelen op 1 januari 1999 elf landen over op de nieuwe munteenheid; de euro. In 2001 treedt alsnog Griekenland toe, Slovenië vervoegt de muntunie in 2007 en Cyprus en Malta vervolledigen het lidmaatschap in 2008. Als dusdanig geëvolueerd overkoepelt het ESCB sinds 1 januari 2008 27 nationale centrale banken (NCB's), waarvan 15 de eurobankbiljetten verdelen. Figuur 2.1 geeft een overzicht van de betreffende centrale banken, opgesplitst naar de NCB's die behoren tot het eurosysteem en zij die de euro niet hebben aanvaard als officiële munteenheid. Daarnaast is in de laatste kolom het percentage opgenomen dat iedere NCB participeert in het gestort kapitaal van de ECB. (ECB, 2008)

Figuur 2.1 Vergelijking NCB's eurosysteem versus niet-eurosysteem

ESCB		kapitaalverdeelsleutel (%)
Eurosysteem	Nationale Bank van België	2,4708
	Deutsche Bundesbank	20,5211
	Bank of Greece	1,8168
	Banco de España	7,5498
	Banque de France	14,3875
	Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885
	Banca d'Italia	12,5297
	Central Bank of Cyprus	0,1249
	Banque centrale de Luxembourg	0,1575
	Central Bank of Malta	0,0622
	De Nederlandsche Bank	3,8937
	Oesterreichische Nationalbank	2,0159
	Banco de Portugal	1,7137
	Banka Slovenije	0,3194
	Suomen Pankki (Finlands Bank)	1,2448
Subtotaal	69,6963	
buiten Eurosysteem	Danmarks Nationalbank	1,5138
	Bank of England	13,9337
	Sveriges Riksbank	2,3313
	Bulgaarse Nationale Bank	0,8833
	Eesti Pank	0,1703
	Latvijas Banka	0,2813
	Lietuvos bankas	0,4178
	Magyar Nemzeti Bank	1,3141
	Narodowy Bank Polski	4,8748
	Banca Nationala a României	2,5188
	Národná banka Slovenska	0,6765
	Ceska národní banka	1,388
	Subtotaal	30,3037

Bron: Eigen samenstelling op basis van (ECB, 2008)

2.1.1 Beursgenoteerde nationale banken

Van de 27 aangehaalde nationale banken is een overgrote meerderheid in handen van de nationale staten. Griekenland en België vormen hierop de grote uitzondering, aangezien beide banken beursgenoteerd zijn. Toch lijkt België de grote uitzondering wegens haar conflicten met de aandeelhouders, een onderwerp waaraan hoofdstuk drie exclusief gewijd is.

De Griekse nationale bank is jonger dan haar Belgische zusterbank. Haar oprichting dateert van 15 september 1927, bij uitvoering van het protocol van Genève. Officieel startte de N.V. Bank of Greece haar operaties op 15 mei 1928. De reden dat Griekenland een nationale bank oprichtte was van politiek-economische aard. De Bank of Greece was immers het antwoord bij de oplossing van ernstige economische en budgettaire problemen. Voorheen kende Griekenland weliswaar een instelling die als centrale bank fungeerde. Het was de commerciële National Bank of Greece, die een monopolie bezat op de uitgifte van biljetten. Gelijkaardig aan wat 77 jaar eerder gebeurde in België stond deze instelling haar monopoliepositie af aan de Bank of Greece. De reden van de overdracht was vergelijkbaar met de Belgische situatie, namelijk een belangenconflict tussen haar publieke beleidsfunctie zoals onder andere het uitgeven - in concessie - van biljetten en het uitoefenen van commerciële bankactiviteiten en dit gekoppeld aan een crisissituatie in het land. (Bank of Greece, 2008a)

2.2 Doelstelling Nationale Bank van België

Zoals onder 2.3.1 wordt toegelicht, maakt de Bank integrerend deel uit van het ESCB waardoor zij deelneemt aan de verwezenlijkingen van de doelstellingen van het ESCB. Deze objectieven zijn het handhaven van de prijsstabiliteit en het ondersteunen van het algemene economische beleid van de Europese Gemeenschap. Daarnaast oefent de Bank tal van taken uit die haar vanuit maatschappelijk oogpunt zijn opgelegd. De volgende sectie zal dan ook deze activiteiten in de diepte belichten en een algemeen beeld schetsen van de taken van de Bank anno 2008. (NBB, 2008a)

2.3 Activiteiten NBB

We bekijken hier de activiteiten van de NBB in haar Europese context. Vooreerst onderschrijft de Bank het Europees monetair beleid, gestaafd op prijsstabiliteit en goud- en deviezenreserves. Verder geeft de Bank biljetten en munten uit in een soort van franchisevorm voor de ECB. Daarnaast is de Bank een studie- en informatiecentrum en garandeert het de financiële stabiliteit. Eveneens behoren internationale betalingen en diensten voor de Staat tot haar bevoegdheden. Diensten voor de financiële sector en het grote publiek ten slotte zijn haar evenmin vreemd.

2.3.1 Europees monetair beleid

Sinds 1 januari 1999 neemt de Bank actief deel aan het uitstippelen en het uitvoeren van het monetair beleid van het Eurosysteem binnen de EMU⁸, zoals gestipuleerd in het Verdrag van Maastricht. Het Eurosysteem omvat de Europese Centrale Bank (ECB) en Nationale Centrale Banken (NCB's) van de landen die de euro als officiële munteenheid hebben. Het credo van het Eurosysteem is het centraliseren van de beslissingen genomen door de Raad van Bestuur van de ECB en het in hoge mate decentraliseren van de voorbereiding en de uitvoering van het gemeenschappelijke monetaire beleid. Dat beleid heeft als prioritaire doelstelling het handhaven van de prijsstabiliteit in het eurogebied. Op deze manier wenst de ECB bij te dragen tot het bereiken van objectieven zoals groei, werkgelegenheid, economische en sociale cohesie. De Bank speelt hierbij een actieve rol. Als lid van de raad van bestuur neemt de gouverneur deel aan alle beslissingen. Daarenboven werkt de Bank mee aan de voorbereiding van de beslissingen in comités die samengesteld zijn uit experts van de ECB en de NCB's. Samengevat gaan de ondertekenden lidstaten er vanuit dat een monetair beleid dat de interne waarde van de euro vrijwaart het meest bijdraagt tot een verbetering van de economische vooruitzichten en een verhoging van de levensstandaard. Het Eurosysteem werkt indirect in op het algemeen prijspeil met inachtneming van het principe van een open markteconomie. Het belangrijkste instrument waarover het Eurosysteem aldus beschikt, is de bepaling van de voorwaarden die gelden bij wekelijkse kredietaanbestedingen⁹, toegankelijk voor de kredietinstellingen uit het eurogebied. (NBB, 2007c)

⁸ Economische en Monetaire Unie

⁹ Een procedure waarbij het Eurosysteem, de kredietinstellingen van het eurogebied met elkaar in concurrentie treden voor het verkrijgen van liquiditeiten. In het geval van toewijzingen tegen een vaste of vooraf aangekondigde rente, ontvangen de kredietinstellingen liquiditeiten in verhouding tot de bedragen die zij in hun offertes hebben aangevraagd. In het geval van variabele rentetenders vragen zij bedragen aan tegen verschillende

2.3.1.1 Prijstabiliteit

Prijstabiliteit wordt door het Eurosysteem gedefinieerd als een jaarlijkse stijging met minder dan 2 procent van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) in het eurogebied, maar dicht bij die waarde op de middellange termijn. Een lichte stijging van deze index wordt beschouwd als een aanwijzing van meestal stabiele prijzen, aangezien de index wordt beïnvloed door meetfouten veroorzaakt door veranderingen in bestedingspatronen en in verbetering van de kwaliteit van goederen en diensten. Het Eurosysteem kan dus niet afgerekend worden op schokken op korte termijn zoals een prijsstijging voortvloeiend uit een toename van de grondstofprijzen op de internationale markten, maar wel op de trendmatige prijsontwikkeling. Het Eurosysteem richt zijn pijlen dus op de middellange termijn waardoor het behoedzaam en geleidelijk kan reageren op sommige onverwachte economische storingen. (NBB, 2000a, blz.15-21)

2.3.1.2 Goud- en deviezenreserves

Binnen het kader van het monetair beleid en de prijsstabiliteit in het bijzonder houdt de Bank zich naast het voorbereiden en uitvoeren van beslissingen eveneens bezig met het beheer van goud- en deviezenreserves. De in balans van de Bank opgenomen goud- en deviezenreserves zijn de officiële reserves van België. Ze omvatten naast goud, ook goudvorderingen, vorderingen op het IMF en vreemde valuta's. De Bank houdt die reserves aan en beheert ze zoals eveneens haar aandeel in de reserves die werden overgedragen aan de ECB. In casu wat betreft vreemde valuta's, onderscheidt men drie niveau's: het strategische, het tactische en het dagelijkse. Het strategische niveau belangt het directiecomité aan; zij bepaalt in hoofdzaak het totale bedrag van de deviezenreserves, de samenstelling per valuta, de duration van de portefeuille, de toegestane financiële instrumenten en transacties, de criteria voor de selectie van de tegenpartijen en de limieten voor kredietrisico. Op tactisch vlak bepaalt een beleggingscomité de preferenties op korte termijn, terwijl het dagelijkse en feitelijke beheer wordt overgelaten aan portfoliomanagers. (NBB, 2007b, blz. 13-17)

rentetarieven en eventueel vanaf een vooraf aangekondigde minimale inschrijvingsrente, waarna de ECB een drempel vastlegt. De offertes waarvan de rente onder die drempel, de marginale beleningsrente, worden niet in aanmerking genomen.

Het beheer van de goud- en deviezenreserves stelt de Bank bloot aan markt-, krediet- en operationele risico's. Omwille van dit gevaar heeft de Bank een beleid uitgewerkt om die risico's in te perken. Het marktrisico bepaalt de Bank aan de hand van de value at risk-methode, waarbij ook stresstests worden verricht om de potentiële verliezen te ramen.

Het kredietrisico wordt beperkt via instrumenten met een soeverein risico alsook aan instrumenten die door onderpand gedekt worden. Het operationele risico tenslotte wordt beperkt door de activiteiten in verband met de beleggingstransacties te spreiden over afzonderlijke diensten: de Front Office (belast met transacties), de Back Office (afwickelen van transacties) en de Middle Office (beheren van risico's). (NBB, 2007b, blz.13-17)

2.3.2 Biljetten en munten

Het uitgeven van biljetten en munten is bij uitstek de meest visibele activiteit van de Bank. Als lid van het Eurosysteem zorgt de NBB voor de uitgifte en het quotum van de biljetten en de door de Koninklijke Munt geslagen munten. De Bank verzorgt ook het in omloop brengen, het uit circulatie nemen en de kwaliteitscontrole van de geldomloop, in overeenstemming met het beginsel van decentralisatie. Daarnaast beheert de Bank de Belgische interbancaire betalingssystemen. Verder beheert zij een systeem voor de vereffening van vastrentende effecten, evenals een systeem dat het handelspapier automatisch ter incasso aanbiedt en de protestakten opstelt in geval van wanbetaling. (NBB, 2007b, blz.27-34)

2.3.3 Studie- en informatiecentrum

De Bank speelt een primaire rol bij het verzamelen, opstellen, analyseren en verspreiden van economische en financiële informatie. De Bank verzamelt hierbij zowel macro-economische gegevens over de Belgische economie als micro-economische gegevens over afzonderlijke bedrijven en economische agenten. Ze probeert deze informatie zo snel mogelijk te verspreiden ten aanzien van diverse doelgroepen. De diensten en de informatie die de Bank in deze hoedanigheid aanbiedt zijn de volgende.

2.3.3.1 Studies

De Bank bestudeert zeer uiteenlopende economische onderwerpen. De algemene conclusies van deze studies worden gepubliceerd in het Jaarverslag deel 1. Meer diepgaande analyses worden openbaar gemaakt via Working Papers, het Economisch Tijdschrift, het Belgian Prime News en Financial Stability Review. (NBB, 2007b, blz.37-39)

2.3.3.2 Statistieken

De Bank biedt twee soorten van statistieken aan die betrekking hebben op financiële en reële economie, met name:

- financiële statistieken: deze zijn gesteund op de monetaire beleidsvoering in het eurogebied en volgen de activiteiten van de financiële instellingen en de financiële markten. Zij volgen eveneens de situatie van de overheidsfinanciën. Bij deze onderverdeling vinden we ook de betalingsbalans terug.
- statistieken met betrekking tot de reële economie: het onderzoek van de nationale en regionale conjunctuur aan de hand van enquêtes bij verwerkende nijverheid, bouw, handel en diensten. Zij vormen de conjunctuurbarometer. Evenzeer behandelt de Bank de nationale en regionale rekeningen en de statistieken van de buitenlandse handel. (NBB, 2007d)

2.3.3.3 Balanscentrale

De meeste Belgische ondernemingen waarvoor de verantwoordelijkheid van de aandeelhouders of vennoten wordt beperkt tot hun inbreng zijn verplicht elk jaar een jaarrekening openbaar te maken. Een functionele entiteit van de Bank, met name de balanscentrale verzamelt, verwerkt en stelt deze informatie publiekelijk beschikbaar sinds 1978. (NBB, 2007b, blz.41-42)

2.3.3.4 Centrale voor kredieten aan ondernemingen

Een ander micro-economisch aspect van de Bank registreert sinds 1967 per begunstigde de kredieten van € 25.000 en meer die, op professionele gronden, aan natuurlijke personen en rechtspersonen worden toegekend door in België gevestigde kredietinstellingen en kredietverzekeringsondernemingen. Deze centrale is een belangrijk instrument voor het evalueren van kredietrisico's, zowel op het moment van het toekennen van deze kredieten als later bij het beheer. De verzamelde informatie kan geconsulteerd worden door de kredietnemers en de CBFA, als ondersteuning voor de financiële instellingen. (NBB, 2007b, blz.42-43)

2.3.3.5 Centrale voor kredieten aan particulieren

Deze kredietcentrale registreert sinds 1987 consumentenkredieten en hypothecaire kredieten met als doel het voorkomen van overmatige schuldenlast bij particulieren. Sinds 2003 registreert zij alle lopende contracten, ongeacht betalingsachterstand. Financiële instellingen dienen deze centrale te raadplegen alvorens ze een consumentenkrediet toestaan en krijgen op die manier een vollediger beeld van de financiële verplichtingen en kredietwaardigheid van hun potentiële klanten. (NBB, 2007b, blz.43)

2.3.3.6 Documentatiecentrum

De Bank beschikt ten slotte over een bibliotheek met één van de rijkste collecties van het land op economisch en financieel gebied. (NBB, 2007e)

2.3.4 Financiële stabiliteit

Naast de monetaire stabiliteit die besproken werd onder 2.3.1 vormt de handhaving van een stabiel financieel stelsel dat zowel degelijk en efficiënt is een aanvullende doelstelling voor de Bank. Financiële stabiliteit vergt drie vormen van beleid, namelijk financieel toezicht, preventie en ten slotte crisisbeheer.

2.3.4.1 Het financieel toezicht

Financieel toezicht behelst twee domeinen. Enerzijds het microprudentiële toezicht op de afzonderlijke financiële instellingen en verzekeringssector dat toevertrouwd is aan de CBFA en anderzijds het macroprudentiële toezicht dat voor rekening van de Bank is. Dat laatste toezicht is toegespitst op het systeemrisico. Dit capteert het risico dat een schok of een ontwikkeling in een bepaald marktsegment kan leiden tot het in gedrang brengen van de soliditeit van andere economische of financiële subjecten.

Daarnaast houdt de bank toezicht op de financiële infrastructuren zoals de betalingssystemen ELLIPS, UCV¹⁰ en Banksys. Het toezicht op ELLIPS en UCV bestaat er voornamelijk uit te onderzoeken hoe het systeem zou reageren in uitzonderlijke situaties. De Bank kijkt verder ook na of de effectenvereffeningssystemen als Euroclear en CIK, net als de transmissie van financiële informatie door SWIFT¹¹ voldoen aan de opgelegde normen. Tot slot dient de samenwerking tussen de Bank en de CBFA te worden vermeld binnen het Comité voor Financiële Stabiliteit (CFS). Het CFS onderzoekt alle vraagstukken van gemeenschappelijk belang voor de NBB en de CBFA, zoals stabiliteit van het Belgisch financiële systeem, de interacties tussen het prudentieel toezicht en het toezicht op de systeemrisico's waarmee de marktstructuren worden geconfronteerd, alsook de coördinatie van de reactie van de Belgische financiële autoriteiten op systeemgebonden (financiële of operationele) crisissituaties. (NBB, 2007b, blz.19-22; CFS, 2006)

2.3.4.2 Financiële preventie

Onder preventie vallen alle regels, normen en praktijken die ingevoerd zijn om het operationele kader van de financiële activiteit te versterken. Deze regels hebben tot doel de werkingsvoorwaarden van de financiële markten te optimaliseren. De Bank oefent haar preventietaak uit in internationaal verband. Zo neemt ze deel aan de werkzaamheden van het Comité voor banktoezicht, waarin men de macroprudentiële situatie en de structurele ontwikkelingen van het Europese bankwezen onderzoekt. Op het niveau van de G-10 neemt de Bank deel aan de activiteiten van het Comité voor het wereldwijde financiële systeem.

¹⁰ Electronic Large-value Interbank Payment System/UitwisselingsCentrum en Verrekening: de twee belangrijkste interbancaire betalingssystemen in België, zie ook 2.3.7.3 en 2.3.7.4

¹¹ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications; zorgt voor automatiseren en standaardiseren van financiële transacties.

Daarnaast neemt de Bank deel aan de uitwerking van de middellange termijnstrategie van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) met betrekking tot het aanpassen aan de steeds groter wordende openheidgraad van de wereldeconomie. (NBB, 2007b, blz.22-23)

2.3.4.3 Crisisbeheer

Om het hoofd te bieden aan financiële crises heeft de Bank een interdepartementale cel opgericht die als taak heeft de reactie van de Bank te coördineren ingeval een crisis de financiële situatie van een of meerdere financiële instellingen zou treffen.

Daarnaast beheert de Bank tools ingeval van operationele crises, zoals daar kan zijn een langdurige onderbreking van de werking van Banksys of ELLIPS en UCV. (NBB, 2007b, blz.24-25)

2.3.5 Internationale betalingen

De Bank speelt een actieve rol in de internationale samenwerking, hetgeen rechtstreeks voortvloeit uit de verantwoordelijkheid die ze op zich neemt als centrale bank en als lid van het Eurosysteem. Het weze duidelijk dat deze activiteiten nauw verbonden zijn met haar opdracht betreffende het Europees monetair beleid en financiële stabiliteit. Via deze hoedanigheid participeert de Bank dan ook in talrijke internationale, financiële instellingen. De Bank participeert in het internationaal toezicht op het economisch beleid van de 185 lidstaten van het IMF en financiert ze de bijdrage van België aan het kapitaal van het IMF; kapitaal dat wordt aangewend voor de financiering van aanpassingsprogramma's voor lidstaten met betalingsbalansproblemen. Ook is de Bank één van de historische aandeelhouders van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB), waarin de Bank een ondersteunende rol speelt in de comités van de G-10. De Bank neemt eveneens deel aan het overleg in de diverse comités die werden opgericht in de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO). Voorts neemt de Bank actief deel aan de werkzaamheden van een aantal comités en werkgroepen onder toezicht van de Raad van de Europese Unie. De Bank helpt aan het opstellen van de Europese bankwetgeving en speelt ze een algemenere rol bij de voorbereiding van de Europese richtlijnen inzake financiële aangelegenheden. Daarnaast adviseert de Bank de regering bij de liberalisering van de financiële diensten in de Wereldhandelsorganisatie.

Daarbij treedt de Bank ook op bij de uitvoering van niet-monetaire akkoorden inzake leningen en giften die de Belgische regering verleent aan ontwikkelingslanden en akkoorden tussen België en de Wereldbank. (NBB, 2000, blz.45-46)

2.3.6 Diensten voor de staat

Ten opzichte van de staat vervult de bank twee functies, namelijk die van rijkskassier en die van het rentenfonds. Als rijkskassier centraliseert de Bank al de inkomsten en uitgaven van de federale staat op de rekening van de Belgische schatkist. In deze hoedanigheid staat de Bank in voor de uitgifte en de financiële dienst van staatsleningen.

In zijn hoedanigheid van rentenfonds is de Bank belast met het dagelijkse beheer van verschillende taken met betrekking tot de secundaire markt van effecten van de overheidsschuld. Het rentenfonds waarborgt de aan- en verkooporders van overheidsleningen aan particulieren op de beursrentemarkt. Bovendien is het rentenfonds de marktautoriteit van de secundaire buitenbeursmarkt van lineaire obligaties, gesplitste effecten en schatkistcertificaten. Het rentenfonds vaardigde hieromtrent een marktreglement uit en waarborgt de markttransparantie via het bekendmaken van referentiekosten. (NBB, 2000b, blz.37-38)

2.3.7 Diensten voor de financiële sector

Ondertussen wordt het stilaan duidelijk dat de Bank als hub fungeert voor de financiële sector. Logischerwijze vloeit hieruit voort dat de Bank een deel van haar activiteiten toespitst op het verlenen van diensten aan deze sector. Zo organiseert zij interbancaire betalingen en beheert ze een effectenvereffeningsstelsel. Daarnaast ziet ze toe op de in België gevestigde betalings- en vereffeningsstelsels. Na de invoering van de euro kregen deze taken een Europees perspectief, aangezien één van de primaire taken van het Eurosysteem een vlot betalingsverkeer onderschrijft. (NBB, 2000a, blz.33)

Een diepgaande behandeling van deze diensten zou te ver leiden, vandaar dat werd geopteerd een kort en bondig overzicht van de belangrijkste diensten te geven, temeer omdat deze diensten elders in het werk vernoemd worden.

2.3.7.1 Effectenvereffeningsstelsel

Het zogeheten clearing verzekert het veilig afhandelen van transacties in voornamelijk gedematerialiseerde effecten en dit zowel op de primaire als secundaire markt. Het systeem behandelt voornamelijk schatkistcertificaten, OLO's en strips die werden uitgegeven door de Belgische Staat en in tweede instantie effecten op korte en lange termijn die werden uitgegeven door andere overheden. (NBB, 2000a, blz.35; NBB, 2007f)

2.3.7.2 Beschermingsfonds

Het in 1998 bij wet opgerichte fonds is een openbare instelling die bescherming biedt tot € 20.000 van spaargelden die beleggers en depositanten hebben toevertrouwd aan beleggingsondernemingen en kredietinstellingen wanneer deze zouden failliet gaan. Deze ondernemingen/instellingen financieren het fonds, terwijl het bestuur wordt toevertrouwd aan de Bank. (NBB, 2007a, blz.36)

2.3.7.3 Ellips

ELLIPS staat in voor de verwerking van overschrijvingen hoger dan € 500.000, zowel nationaal als grensoverschrijdend. Het systeem boekt alle betalingen individueel op de vereffeningrekeningen en eens de boeking is uitgevoerd, wordt de betaling definitief en onherroepelijk. ELLIPS is opgericht als vzw in 1996, onder voorzitterschap van de Bank; de Bank baat het systeem uit en staat in voor het dagelijks beheer. (NBB, 2007a, blz.34; NBB, 2007f)

2.3.7.4 UCV

UCV is een centraal knooppunt waar de verrichtingen samenkomen van opdrachtgevende en begunstigde banken. Via B2B-communicatie behandelt UCV het ganse spectrum van betalingen dat niet wordt gedekt door ELLIPS, zoals overschrijvingen kleiner dan € 500.000, kaartbetalingen, Proton, domiciliëringen, handelswissels, onbetaalde cheques en cheques tot € 50.000¹².

¹² Cheques boven € 50.000 gebeuren via de verrekenkamer.

Net als ELLIPS is UCV opgericht als vzw, waarbij in de raad van bestuur naast de vertegenwoordigers van de belangrijkste banken ook de Post en de Belgische vereniging van Banken zetelen, terwijl het operationele beheer in handen is van de Bank. (NBB, 2007f)

2.3.8 Diensten voor het grote publiek

De diensten die de Bank aanbiedt aan het grote publiek zijn allen reeds behandeld. Zo werd al gewezen op het feit dat de Bank de eurobiljetten drukt en verdeelt, bovendien kunnen nog steeds Belgische frankbiljetten in euro omgewisseld worden.

Daarnaast zorgt de Bank in het kader van haar functie als rijkskassier voor de uitgifte van de Staatsbons en de betaling - op betaaldag - van alle betaalbare coupons en effecten van overheidsschuld op betaaldag. Via de balanscentrale heeft het grote publiek toegang tot de neergelegde jaarrekeningen van de Belgische bedrijven en voor andere economische informatie kan het publiek terecht in de bibliotheek. Onder 2.3.7 werd erop gewezen dat bij faillissement van kredietinstellingen of beleggingsondernemingen de Bank het publiek beschermt tot € 20.000. Tot slot beschermt de Bank particulieren tegen een overmatige schuldenlast door het registreren van alle kredieten via de kredietcentrale.

2.4 Het bestuur van de NBB

Toen de NBB werd opgericht bij de wet van 5 mei 1850 teneinde taken van algemeen belang te vervullen heeft zij steeds een specifieke bestuursvorm gehad die afwijkt van het gemeen recht. Daar deze grondig verschilt van een klassieke N.V., wordt in dit gedeelte het bestuur van de Bank uit de doeken gedaan, zodat de lezer een inzage krijgt in deze specifieke structuur. Voor de Bank gelden de bepalingen aangaande naamloze vennootschappen slechts aanvullend. Concreet betekent dit dat de aangelegenheden die geregeld zijn door het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, het aangehechte Protocol, de organieke wet¹³ en haar statuten voorrang krijgen op de bepalingen van N.V.'s. (NBB, 2007b, blz.133)

¹³ De wet van 22 februari 1998 tot vaststelling van het organiek statuut van de Nationale Bank van België (organieke wet).

2.4.1 De organen van de Bank

2.4.1.1 De gouverneur

De benaming gouverneur is een ietwat archaïsche titel die stamt uit de negentiende eeuw. In sé is de gouverneur het hoofd van de NBB. Hij zit naast het directiecomité, ook de regentenraad voert hun beslissingen uit. Hij vertegenwoordigt de bank in rechte. Hij legt aan de algemene vergadering het jaarlijks verslag voor over de verrichtingen en de rekeningen die door de regentenraad zijn goedgekeurd. Daarenboven heeft hij zitting in de raad van bestuur en de algemene raad van de ECB.

De gouverneur oefent de bevoegdheden uit die hem zijn verleend krachtens de statuten van het ESCB, de organieke wet, de statuten en het huishoudelijk reglement van de Bank. Hij staat in voor de leiding van de Bank en haar personeel en wordt daarin bijgestaan door de directeurs. De gouverneur wordt door de koning benoemd voor een hernieuwbare termijn van vijf jaar en kan slechts uit zijn ambt worden ontheven indien hij op ernstige wijze is tekortgeschoten of als hij niet meer aan de eisen voor de uitoefening van zijn ambt voldoet. Tegen dit ontslag kan wel een beroep worden ingesteld voor het Hof van Justitie, op initiatief van de gouverneur of van de raad van bestuur van de ECB. Sinds 1 maart 1999 wordt deze functie uitgeoefend door de heer Guy Quaden, als opvolger van de heer Alfons Verplaetse. (NBB, 2007b, blz.136; NBB, 2007g)

Bij Koninklijk Besluit van 22 december 2003 werd het mandaat van de heer Quaden vernieuwd voor een termijn van vijf jaar, met ingang van 1 maart 2004. De heer Quaden is de twintigste gouverneur aan het hoofd van de Nationale Bank van België sinds haar oprichting in 1850. Hij is meteen de eerste gouverneur van socialistische strekking. Voor zijn benoeming tot gouverneur maakte hij reeds tien jaar deel uit van de directie. Net zoals de stichter van de Bank is hij een geboren Luikenaar. Hij studeerde aan de Parijse Sorbonne en werd professor aan de universiteit van Luik. Van 1984 tot 1988 nam hij het voorzitterschap waar van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven. Hij publiceerde studies over de economie en openbare financiën. In 1996 werd hij door de regering aangesteld als commissaris-generaal voor de euro. Onder zijn leiding bereidden de Belgische samenleving, haar economie en de financiële markten in het bijzonder de overgang voor op de girale euro. (NBB, 2000b, blz.32)

Naast het voorzitterschap van de NBB, oefent de heer Quaden samengevat de volgende mandaten uit:

- lid van de raad van bestuur en de algemene raad van de ECB;
- bestuurder BIB;
- gouverneur van het IMF;
- plaatsvervangend gouverneur van de Internationale Bank voor Wederopbouw en Ontwikkelingsassociatie en de Internationale Financieringsmaatschappij;
- voorzitter van het CFS, de Raad van Toezicht van de Overheid der Financiële Diensten, de Beroepsvereniging van de openbare kredietinstellingen en de Studiecommissie voor de vergrijzing (Hoge Raad van Financiën);
- vice-voorzitter van de Hoge Raad van Financiën;
- lid van het Bureau van de Hoge Raad van Financiën, de raad van bestuur van het INR en de Bestuurscommissie van het Carnegie Hero Fund. (NBB, 2007b, blz.55)

2.4.1.2 Het directiecomité

Het directiecomité bestuurt en beheert de NBB en bepaalt de koers van haar beleid. Concreet benoemt en ontslaat het comité personeelsleden, bepaalt hun wedde en de verdeling van het aandeel in de winst dat aan het personeel wordt uitgekeerd. Na overleg met de regentenraad - met inachtnaam van de door de ECB vastgelegde regels - beslist het directiecomité over de plaatsing van het kapitaal en de reserves. Verder spreekt het comité zich uit over alle zaken die niet uitdrukkelijk door de wet, de statuten of het huishoudelijk reglement zijn voorbehouden aan een ander orgaan. Het directiecomité maakt de begroting op en bereidt het jaarverslag en de jaarrekening voor, die ter goedkeuring aan de regentenraad wordt voorgelegd. Het directiecomité komt bijeen telkens de omstandigheden dit noodzakelijk en dit minimaal éénmaal per week (ter illustratie: 58 maal in 2006). (NBB, 2007h)

Het directiecomité van de Bank oefent dus zowel de bevoegdheden uit inzake bestuur, beheer en strategisch beleid van de onderneming die in de gemeenschappelijke naamloze vennootschappen ressorteren onder de raad van bestuur, net zoals die van daadwerkelijk management. Het is voor zijn opdracht geen verantwoording verschuldigd tegenover de algemene vergadering, die niet bevoegd is om hem kwijting te verlenen, maar wel tegenover de regentenraad aan wie het zijn jaarlijks verslag van het bestuur en de jaarrekening voorlegt.

De goedkeuring van de rekeningen door dit orgaan geldt bijgevolg als kwijting voor het bestuur. (NBB, 2007b, blz.137)

Het directiecomité is samengesteld uit de gouverneur en zeven directeurs en bestaat uit evenveel Nederlandstalige als Franstalige leden, de gouverneur eventueel uitgezonderd. De directeurs worden door de Koning benoemd, op voordracht van de regentenraad en dit voor een hernieuwbare termijn van zes jaar. De directieleden kunnen slechts door de Koning van hun ambt worden ontheven indien zij ernstig tekortschoten of niet meer aan de eisen van hun ambt voldoen. Conform de statuten van de Bank moet iedere directeur kunnen bewijzen dat hij/zij eigenaar is van 25 aandelen van de Bank op naam (50 aandelen voor de gouverneur), zoals voorgeschreven door artikel 34, 3^o van de statuten. De directeurs bezitten geen opties, noch rechten om aandelen te verwerven.

Tijdens het boekjaar 2006 hebben zij geen aandelen van de Bank of andere financiële instrumenten met betrekking tot die aandelen gekocht of verkocht. In bijlage II is opgenomen welke mandaten iedere directeur cumuleert. Om belangenconflicten te vermijden bepaalt de organieke wet dat de leden van het directiecomité, behoudens enkele uitzonderingen, geen functie mogen uitoefenen in een handelsvennootschap, evenmin in een openbare instelling met een bedrijf van industriële, commerciële of financiële aard. Eveneens zijn zij uitgesloten van bepaalde politieke mandaten. Toch zullen we in hoofdstuk drie zien dat bepaalde van hun mandaten, met name het lidmaatschap tot de CBFA, tot ongenoegen leidt van menigeen. (NBB, 2007b, blz.56-58, blz.137)

2.4.1.3 De regentenraad

De basistaak van de regentenraad bestaat erin gedachten uit te wisselen over algemene kwesties met betrekking tot de NBB, het monetaire beleid en de economische situatie van het land en de Europese Gemeenschap.

De regentenraad is belast met een uitgebreid takenpakket. Vooreerst neemt de raad iedere maand kennis van de toestand van de NBB. Het is bevoegd voor het vastleggen van de boekhoudregels voor alle aspecten van de jaarrekening die niet het gevolg zijn van bepalingen in de organieke wet van de Bank, noch verplicht zijn voor de opstelling van de geconsolideerde balans van het ESCB. Verder keurt de raad de uitgavenbegroting alsook de jaarrekening en het jaarverslag over de werkzaamheden van de Bank goed en regelt definitief de winstverdeling na voorstel door het directiecomité.

Bovendien heeft de regentenraad de bevoegdheid om de statuten te wijzigen teneinde deze in overeenstemming te brengen met de organieke wet en met de voor België bindende verplichtingen. Het vaststellen van het huishoudelijk reglement inzake de werking van de organen en betreffende de organisatie van de departementen, diensten en vestigingen, alsook het opstellen van de deontologische code die de leden van het directiecomité en het personeel moeten naleven valt éézijdig onder de bevoegdheden van de raad. Tot slot bepaalt de regentenraad afzonderlijk de wedde en het pensioen van de leden van het directiecomité, zo ook stelt de raad het bedrag van de vergoeding van de regenten en censoren vast. Opgemerkt dient te worden dat de regentenraad bij bijzondere volmacht een aantal van zijn opdrachten kan overdragen aan het directiecomité. Samengevat oefent de regentenraad dus bepaalde bevoegdheden uit die in de gemeenschappelijke vennootschappen toebehoren aan de raad van bestuur en andere die toebehoren aan de algemene vergadering. Het is dus een zeer specifiek orgaan dat een duaal element in de bestuursstructuur van de Bank brengt. (NBB, 2007b, blz.138)

De regentenraad komt minimaal twee keer per maand samen en neemt beslissingen via een meerderheid van de stemmen. Het aantal te verdelen stemmen is 19, met name; de gouverneur, de directeurs, de vertegenwoordiger van de minister en 10 regenten, waardoor de raad overwegend is samengesteld uit niet-uitvoerende bestuurders. Het aantal regenten is 50/50 verdeeld tussen Nederlands- en Franstaligen. Op de algemene vergadering worden de tien regenten verkozen voor een hernieuwbare termijn van 3 jaar.

De samenstelling van de tien regenten gebeurt niet willekeurig, maar wel conform de volgende indeling en dit om een billijke vertegenwoordiging van de sociaal-economische belangen van België te waarborgen:

- twee regenten worden gekozen op voordracht van de meest vooraanstaande werknemersorganisatie;
- drie regenten worden gekozen op voordracht van de meest vooraanstaande organisaties van nijverheid en handel, van landbouw en van de middenstand;
- vijf regenten worden gekozen op voordracht van de minister van Financiën.

Als bijkomende voorwaarde voor de regenten geldt dat zij geen functie van zaakvoerder, bestuurder of directeur mogen uitoefenen in een kredietinstelling. Drie regenten hebben ten persoonlijke titel zitting in de raad van toezicht van de CBFA, als gevolg van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector.

Het uit hun ambt ontzetten van de regenten kan enkel gebeuren door de algemene vergadering die beslist bij meerderheid van drie vierde van de stemmen die minstens drie vijfde van de aandelen vertegenwoordigen.

(NBB, 2007b, blz.139; NBB, 2007i)

2.4.1.4 Het college van censoren

Het college van censoren heeft als opdracht toe te zien op de voorbereiding en de uitvoering van de begroting. In dat verband neemt het college regelmatig kennis van de werkzaamheden van de dienst interne audit. Zijn voorzitter (baron Paul Buysse) brengt hierover jaarlijks verslag uit in de regentenraad en beantwoordt er de vragen die daaromtrent worden gesteld. Het college vergadert ten minste tweemaal per kwartaal en neemt hun beslissing bij meerderheid. Het aantal censoren bestaat net als de regenten uit tien leden, waarvan evenveel Nederlands- als Franstaligen. De censoren worden door de algemene vergadering voor een hernieuwbare termijn van drie jaar verkozen.

Zij worden gekozen onder de op het vlak van controle speciaal bevoegde vooraanstaande personen. Om belangenconflicten te vermijden, mogen zij bepaalde politieke of parlementaire functies niet uitoefenen. De censoren kunnen uit hun ambt worden ontheven, op dezelfde manier als de regentenraad, beschreven onder 2.4.1.3. (NBB, 2007b, blz.139-140; NBB, 2007j)

2.4.1.5 Het vergoedingsbeleid

Directiecomité

Krachtens de organieke wet bepaalt de regentenraad afzonderlijk de wedde en het pensioen van de leden van het directiecomité. Aangezien de Bank zich onderscheidt van andere beursgenoteerde vennootschappen, aangezien winstmaximalisering geen hoofddoel is, omvat de vergoeding van de gouverneur en de directeuren enkel een vast, geïndexeerd bestanddeel. Premies worden niet toegekend, aangezien de organieke wet uitdrukkelijk bepaalt dat deze wedden geen aandeel in de winst mogen omvatten en dat daaraan geen enkele andere vergoeding mag worden toegevoegd. De statuten van de Bank voorzien echter een uitzondering voor de kosten van huisvesting van de gouverneur. De leden van het directiecomité zijn genoodzaakt vergoedingen die zij desgevallend ontvangen voor verschillende externe mandaten bekend te maken aan de Bank.

De meeste van deze mandaten worden echter niet, of slechts in onbelangrijke mate vergoed, behalve het mandaat van bestuurder van de BIB. Deze vergoeding staat de gouverneur af aan de Bank.

(NBB, 2007b, blz.140)

Regentenraad en college van censoren

Krachtens de organieke wet ontvangen regenten en censoren presentatiegeld en zo nodig een vergoeding voor verplaatsingskosten. Het bedrag van deze vergoedingen wordt vastgesteld door de regentenraad onder toezicht van de minister van Financiën, via zijn vertegenwoordiger. (NBB, 2007b, blz.140)

2.4.2 Andere actoren van de Bank

2.4.2.1 De algemene vergadering

De algemene vergadering (verder AV) van de NBB vertegenwoordigt de algemeenheid van de aandeelhouders. Anders dan bij de klassieke naamloze vennootschappen wordt de AV niet als een orgaan beschouwd en bijgevolg is haar bevoegdheid beperkt. De gewone AV krijgt kennis van het verslag van het bestuur over de verrichtingen van het afgelopen boekjaar en verkiest de regenten en censoren voor vacante mandaten, in overeenstemming met de organieke wet.

Zij benoemt de bedrijfsrevisor, die wordt voorgesteld door de regentenraad en wijzigt de statuten in gevallen waarin deze bevoegdheid niet werd toegekend aan de regentenraad. De AV is niet bevoegd voor de goedkeuring van de jaarrekening en het beheersverslag. De AV kan evenmin stemmen over de winstverdeling en kan de bestuurders geen décharge verlenen. De AV beraadslaat over de in de oproepingsbrieven vermelde zaken en over die welke haar worden voorgelegd door de regentenraad of het college van censoren en over de door vijf leden ondertekende voorstellen. De meeste bevoegdheden die bij een traditionele N.V. worden toegekend aan de AV, worden bij de Bank door de regentenraad waargenomen. (NBB, 2007k; NBB, 2008a)

De AV van de bank is samengesteld uit de houders van aandelen op naam of aan toonder die ten minste vijf dagen voor de datum van de vergadering werden neergelegd.

De AV wordt voorgezeten door de gouverneur en wordt gehouden op de laatste maandag van de maand maart of op de eerstvolgende bankwerkdag indien deze datum op een feestdag valt. Een buitengewone AV kan worden samengeroepen telkens de regentenraad dit nodig acht. Tijdens de AV wordt enkel bij volstreekte meerderheid van stemmen een besluit genomen. Bij staking van stemmen wordt het voorstel verworpen, terwijl de benoemingen en afstellingen geschieden bij geheime stemming. Over alle andere voorstellen of onderwerpen wordt bij naamafroeping gestemd. Van elke vergadering worden notulen opgemaakt, die worden ondertekend door de stemopnemers¹⁴, de voorzitter en de leden van de regentenraad. (NBB, 2007b, blz.141)

2.4.2.2 De vertegenwoordiger van de minister van Financiën

De vertegenwoordiger van de minister van Financiën houdt toezicht op de verrichtingen van de Bank en brengt elke beslissing die strijdig zou zijn met de wet, met de statuten of met de belangen van het Rijk ter kennis van de minister met het oog op een mogelijke schorsing. Indien de minister binnen acht dagen niet over de schorsing heeft beslist, mag de beslissing worden uitgevoerd. De functie van vertegenwoordiger wordt sinds 1 september 2005 waargenomen door de heer Jean-Pierre Arnoldi, administrateur-generaal van de thesaurie. De vertegenwoordiger van de minister heeft verder het recht te allen tijde kennis te nemen van de stand van zaken en de boekhouding en kassen na te zien. Hij woont de algemene vergaderingen bij wanneer hij dit gepast acht, het directiecomité dient hem, telkens wanneer hij erom verzoekt, de voor echt verklaarde staat van de Bank ter hand te stellen. Bovendien brengt hij over zijn opdracht elk jaar verslag uit aan de minister van Financiën. Aldus oefent de minister via zijn vertegenwoordiger namens de soevereine Staat controle uit op de werking van de Bank op het vlak van haar opdrachten van nationaal belang. De wedde van de vertegenwoordiger van de minister van Financiën wordt vastgesteld door die minister, in overleg met het bestuur van de Bank en wordt door deze laatste gedragen. (NBB, 2007b, blz.60 en 142)

¹⁴ Dit zijn steevast de twee aanwezige aandeelhouders die in het bezit zijn van het grootste aantal aandelen, los van het bestuur van de bank.

2.4.2.3 De bedrijfsrevisor

De bedrijfsrevisor oefent de toezichhoudende bevoegdheid uit en brengt hierover verslag uit aan de regentenraad. Hij certificeert de jaarrekening en verleent de Bank specifieke technische bijstand op het vlak van de controle op de naleving van de deontologische code. Ieder jaar, tijdens de ondernemingsraad, brengt hij verslag uit over de jaarrekening en het jaarverslag. Hij bevestigt dat de door het directiecomité verstrekte informatie juist en volledig is. Hij analyseert en verduidelijkt de economische en financiële informatie die ter beschikking van de ondernemingsraad werd gesteld, in het licht van de impact ervan op de financiële structuur en evaluatie van de financiële situatie van de Bank. De bedrijfsrevisor wordt aangesteld op grond van een openbare aanbesteding; dit mandaat wordt waargenomen door de vennootschap Ernst & Young Bedrijfsrevisoren, aangesteld op de AV van 29 maart 2005 voor een hernieuwbare termijn van drie jaar. De revisor wordt benoemd door de AV, op voordracht van de ondernemingsraad en moet worden erkend door de raad van ministers van de EU. (NBB, 2007b, blz.60 en 142)

2.4.2.4 De ondernemingsraad

Krachtens de wet van 20 september 1948 houdende de organisatie van het bedrijfsleven heeft de Bank een ondernemingsraad. Dit is een paritair overlegorgaan samengesteld uit vertegenwoordigers van de werkgever en vertegenwoordigers van het personeel, die om de vier jaar worden verkozen. De belangrijkste opdracht van dit overlegorgaan bestaat erin advies uit te brengen en alle voorstellen en/of bezwaren te formuleren met betrekking tot iedere maatregel die de werkorganisatie, de arbeidsvoorwaarden en de rentabiliteit van de onderneming zouden kunnen wijzigen. (NBB, 2007b, blz.142)

2.5 Het juridische kader

Aangezien in hoofdstuk drie – handelend over de minderheidsaandeelhouders van de NBB - regelmatig naar de juridische structuur van de Bank zal verwezen worden, is het opportuun om op dit moment van het verhaal de grote lijnen hiervan toe te lichten. Zo kan er niet voorbij gegaan worden aan de statuten van de Bank. Evenzeer zal het maatschappelijk kapitaal en de winstverdeling een pijler vormen in het bestaan van de Bank.

De ontbinding en de overige financiële bepalingen dienen evenzeer vermeld te worden met hoofdstuk drie in het achterhoofd.

2.5.1 De statuten

Het wettelijk statuut en de activiteiten van de Nationale Bank van België worden geregeld bij het Koninklijk Besluit van 10 januari 1999, laatst gewijzigd en goedgekeurd bij Koninklijk Besluit van 19 december 2007. Het octrooi, dat zoals in hoofdstuk één werd aangehaald eertijds moest verlengd worden, heeft momenteel een onbeperkte duurtijd. Eveneens in hoofdstuk één werd erop geduid dat de Bank een naamloze vennootschap is, opgericht bij een akte van vennootschap, in overeenstemming met de bepaling van het Wetboek van Koophandel. Zij is onderworpen aan de aaneengeschakelde wetten op de handelsvennootschappen, met uitzondering van artikel 76 betreffende het stemrecht van de aandeelhouder. Haar statuten zijn opgemaakt in overeenstemming met de bepalingen van haar organieke wet¹⁵ en goedgekeurd door de Koning. (NBB, 2008a; Somers, 1969, blz. 5)

2.5.2 Het maatschappelijk kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal van de Bank - volledig afgelost - bedraagt 10 miljoen euro en wordt vertegenwoordigd door 400.000 aandelen, waarvan 200.000 die nominatief en onoverdraagbaar zijn en waarop de Belgische Staat ingetekend heeft. De overige 200.000 aandelen zijn aandelen op naam, aan toonder of gedematerialiseerd en beursgenoteerd. (NBB, 2008a)

2.5.3 De winstverdeling

De jaarrekeningen worden opgesteld per 31 december van elk jaar en goedgekeurd door de regentenraad. De jaarlijkse winsten worden als volgt verdeeld:

1. de aandeelhouders ontvangen een eerste dividend van 6%
2. van het excedent gaat:
 - a. 10% naar de reserve;
 - b. 8% naar het personeel of naar instellingen ten voordele van het personeel
3. van het laatste overschot gaat:

¹⁵ De organieke wet dagtekent van 5 mei 1850, maar zij onderging verschillende wijzigingen. De tegenwoordige tekst dateert van het KB van 22 februari 1998.

- a. 1/5^e naar de Staat;
- b. een tweede door de regentenraad vastgesteld dividend naar de aandeelhouders;
- c. het saldo naar de reserve.

Daarbij dient opgemerkt dat indien de winst - die jaarlijks aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd - beneden de 6% per jaar blijft, het tekort door de reserve wordt aangevuld. (NBB, 2008a)

Naast het preferente deel van één vijfde van de winst dat de Staat conform de statuten krijgt toebedeeld, gaat er ook op basis van de organieke wet van 22 februari 1998 een deel van het resultaat richting Staat, met name:

- Op basis van artikel 29 van de wet van 22 februari 1998 komen ook aan de Belgische Staat toe de netto financiële opbrengsten die de 3% overschrijden van het verschil tussen het op jaarbasis berekende gemiddelde bedrag van de rentegevende activa en de passiva van de bank waarover rente wordt vergoed. (NBB, 2008b)

- Artikel 30 van diezelfde wet bepaalt een aantal opbrengsten waarvan de Staat de begunstigde is, met name ten eerste de opbrengsten van activa die een tegenpost vormen voor het passief met betrekking op diverse bijzondere overeenkomsten tussen de Staat en andere staten. Ten tweede worden gelijksoortige opbrengsten van activa die de tegenpost vormen van de gerealiseerde meerwaarden op goud eveneens aan de Staat doorgestort. (NBB, 2008b)

- Overeenkomstig artikel 9 van de organieke wet dekt een staatswaarborg de akkoorden van internationale samenwerking die de NBB uitvoert in opdracht van de Staat. Eventuele wisselkoerswinsten of -verliezen zijn dus voor het conto van de Staat. (NBB, 2008b)

2.5.4 De ontbinding

Volgens artikel 11 van de statuten zal de NBB van rechtswege ontbonden worden indien de in balans vastgestelde verliezen de helft van het maatschappelijk kapitaal overtreffen. In elk ander geval kan de Bank enkel ontbonden worden indien meer dan drie vierde van de aandeelhouders - die minstens de helft van de aandelen vertegenwoordigen - daartoe beslissen tijdens de algemene vergadering én met toestemming van de regering. (NBB, 2008a)

2.5.5 De overige financiële bepalingen

Het reservefonds is bestemd voor het herstel van de verliezen op het maatschappelijk kapitaal en voor de aanvulling van de jaarlijkse winsten, ten belope van een dividend van 6% van het kapitaal. Bij het verstrijken van het emissierecht van de Bank gaat 20% van het reservefonds prioritair naar de Staat en wordt de rest verdeeld onder de aandeelhouders. Deze bepaling in de statuten werd door de wet van 2 augustus 2002 enger geïnterpreteerd dan louter het uitgeven van Belgische franken. Sindsdien lezen we; “het emissierecht omvat dat recht dat de Bank mag uitoefenen krachtens het artikel 106 (1) van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap”. (NBB, 2008a)

2.6 De NBB als N.V. versus de conventionele N.V.

Wanneer we een blik werpen op figuur 2.2 merken we meteen dat het aantal betrokken organen veel ruimer is bij de Bank dan bij een conventionele naamloze vennootschap. Met betrekking tot de zijde van de Bank kan dit beschouwd worden als een samenvatting van het onder 2.4 uiteengezette bestuur van de Bank. Het is dus interessant hier te focussen op de verschilpunten tussen de Bank en een gemeenrechtelijke N.V.

Wanneer we kijken naar figuur 2.2 valt meteen de discrepantie op tussen de uitgebreide functies van de algemene vergadering bij een gemeenrechtelijke N.V. en de beperkte bevoegdheid van diezelfde AV bij de Bank. Zo is de benoeming van de bestuurders van de Bank ten laste van de Koning. Daarnaast heeft de AV van de Bank geen inspraak in de verdeling van de winst, noch in de kwijting van haar bestuurders. Omtrent bezoldiging van de bestuurders kan de AV van de Bank zich evenmin uitspreken. De goedkeuring van de jaarrekening is eveneens weggelegd voor de regentenraad, zodat aandeelhouders hierin geen enkele stem hebben. Daarnaast dient opgemerkt te worden dat de AV van de Bank zelf beperkte rechten toekent aan haar algemene vergadering met betrekking tot een wijziging van de statuten, een recht waarvan de Bank in tussentijd meermaals gebruik heeft gemaakt, zoals zal blijken in hoofdstuk drie. Voor een beursgenoteerde onderneming als de Nationale Bank van België is het dus opmerkelijk vast te stellen dat de algemene vergadering zich louter kan uitspreken over sommige formaliteiten zoals de benoeming van de regenten, censoren en de bedrijfsrevisor, die op hun beurt reeds door de directie van de Bank werden voorgedragen.

Verder merken we dat de functies die normaliter te beurt vallen aan de raad van bestuur en het uitvoerend management bij de Bank op de schouders van het directiecomité en de regentenraad terechtkomen. Het college van censoren tenslotte heeft feitelijk een beperkte functie die zicht herleidt tot het toezicht op de opmaak en uitvoering van de begroting. Op deze wijze merken we een verstrengeling op tussen het bedrijf NBB en de begroting van het land.

Als we daarnaast figuur 2.2 kritischer bekijken zien we dat de 200.000 aandelen die de Staat in zijn bezit heeft eveneens resulteren in een overduidelijk overwicht van de regering in het bestuur van de Bank. Iedere directeur, vice-gouverneur en gouverneur beschikt immers over een partijkaart. Daarnaast merken we op dat 50% van de regenten via de minister van Financiën wordt benoemd. Uitgerekend die regentenraad maakt de voornaamste beslissingen tijdens de algemene vergadering. De raad van bestuur wordt in de Bank vervangen door een mix van directiecomité en regentenraad en bijgevolg zullen genomen beslissingen hoogstwaarschijnlijk ook in de politiek verlengde wil van de Staat liggen.

Figuur 2.2 Vergelijking bevoegdheidsverdeling in de Bank versus gemeenrechtelijke N.V.

De Bank		De Naamloze Vennootschap	
Algemene Vergadering	Verkiezing van de regenten Verkiezing van de censoren Benoeming bedrijfsrevisor (op voordracht van de Ondernemingsraad en met goedkeuring van de Raad van ministers van de EU, op aanbeveling van de Raad van Bestuur van de ECB) Kennisneming van het verdrag van beheer Wijziging van de statuten, voor zover niet behorend tot prerogatieven van de Regentenraad	Algemene Vergadering	Benoeming van de commissaris Kennisneming van het jaarverslag, verslag commissaris en decharge commissaris Wijziging van de statuten
Koning	Benoeming gouverneur Benoeming directeurs (voordracht: Regentenraad)		Benoeming van de bestuurders
Regentenraad	Wijziging statuten ter overeenstemming met de organieke wet of de voor België bindende internationale verplichtingen Bespreking en goedkeuring van de jaarrekening Verdeling van de winst Kwijting van de leden van het Directiecomité Vaststelling van de bezoldiging van de leden van het Directiecomité Voordracht voor benoeming van de directeurs Goedkeuring van de begroting en van het verslag van het beheer		Bespreking en goedkeuring van de jaarrekening Verdeling van de winst Kwijting van de bestuurders Vaststelling van de bezoldiging van de Raad van Bestuur
Directiecomité	Vaststelling van het ondernemingsbeleid Bestuur en beheer Opstelling van de jaarrekening Opmaak van het verslag van beheer Dagelijks management en beheer		Benoeming van het directiepersoneel en vaststelling van hun bezoldiging Goedkeuring van de begroting en van het jaarverslag Vaststelling van het ondernemingsbeleid Bestuur en beheer Opstelling van de jaarrekening Opmaak van het jaarverslag
College van censoren	Toezicht op de opmaak en de uitvoering van de begroting		Raad van Bestuur Facultatieve delegatie van het beheer (directiecomité) of van het dagelijks beheer (gedelegeerd bestuurder)
Vertegenwoordiger van de minister van Financiën	Controle op de operaties van de Bank, behalve in ESCB-verband (recht om zich te verzetten tegen elke maatregel die in strijd is met de wet, de statuten of de belangen van de Staat)		Directiecomité of gedelegeerd bestuurder

Bron: Eigen samenstelling op basis van (NBB, 2007b, blz.134-140)

Parallel met deze bevindingen kunnen we ons afvragen of de overige aandeelhouders akkoord gaan met hun minimale impact en de sterke sturing van de regering inzake de bevoegdheidsverdeling bij de Bank. Op deze kwestie zal hoofdstuk drie dan ook dieper ingaan.

Hoofdstuk 3 De minderheidsaandeelhouders van de NBB

In dit hoofdstuk zullen we ons toespitsen op de aandeelhouders van de Bank. Zoals in het eerste hoofdstuk aangehaald, werd de Bank opgericht met privé-kapitaal. Het duurde tot 1948 eer deze aandeelhouderstructuur zou gewijzigd worden. Op deze trendbreuk zullen we dan ook verder ingaan. Na deze verandering in aandeelhouderstructuur hebben we vastgesteld dat er een periode van relatieve rust heerste onder de aandeelhouders. Het duurde tot 1993 eer hierin verandering kwam, tenminste in theorie. De werkelijke opstand van de minderheidsaandeelhouders dateert slechts van de jaren 2001-2002. Op dit conflict zullen we dan ook diepgaand verdergaan. Hoofdstuk drie kan dus op deze manier opgevat worden als een aanvulling van hoofdstuk één, aangezien dit hoofdstuk de Bank tijdens de eenentwintigste eeuw zal schetsen. Deze periode werd minder toegelicht in hoofdstuk één. Vooreerst doen we de oorzaken van het conflict uit de doeken. Zij kunnen tot een vijftal hoofdzaken teruggebracht worden. Vervolgens zullen we ingaan op de manieren waarop deze minderheidsaandeelhouders zich verenigd hebben. Afronden doen we met het uiteenzetten van de mening van de Bank in deze casussen.

3.1 Trendbreuk in het aandeelhouderschap: 1948

Zoals in de historiek van de Nationale Bank van België - uiteengezet in hoofdstuk één - terug te vinden is, werd de Bank anno 1850 opgericht met privé-kapitaal. Bij de kapitaalverhoging van 1948 werden de nieuwe aandelen gekocht door de Belgische Staat, zodat een 50/50 verdeling ontstond tussen de overheid en de privé-aandeelhouders. Hieruit zou men kunnen destilleren dat de Staat in de Bank een overwegende machtspositie bekleedde, aangezien hij op de algemene vergadering van aandeelhouders praktisch de volstreekte meerderheid heeft. Ook de wetgever zag dit onevenwicht in en voorzag in een systeem van dubbele meerderheid.

3.1.1 De dubbele meerderheid

Het systeem van de dubbele meerderheid werd als noodzakelijk aangevoeld aangezien de Staat slechts één enkele aandeelhouder vertegenwoordigt met 50% van de aandelen. Deze machtspositie werd door de dubbele meerderheid aanzienlijk beperkt. In concreto konden door dit systeem geen beslissingen genomen worden op de algemene vergadering als niet zowel de meerderheid van de aandelen als de meerderheid van de aandeelhouders ermee instemden. Hierdoor is het praktisch onmogelijk dat de Staat zijn massale meerderheid in aandelen zou aanwenden om de statuten van de Bank dermate te wijzigen zodat het kenmerkende evenwicht van de machtsverhoudingen, zoals het voortvloeit uit de organieke wet van 1948, in zijn voordeel zou verbroken worden. Het systeem van de dubbele meerderheid had finaal tot doel te vermijden dat de Staat ééNZijdig beslissingen kon opleggen zonder de steun van de meerderheid van de aandeelhouders. (Somers, 1969, blz. 6-7)

Op deze manier werd alsnog een evenwicht gecreëerd tussen de Staat en de privé-aandeelhouders. Samengevat kan gesteld worden dat de Staat in 1948 intrede doet in het kapitaal van de Bank, maar dat het private karakter van de Bank bevestigd werd. (Deminor, 2002)

3.1.2 De visie van de privé-aandeelhouders

Toch dient opgemerkt te worden dat na 98 jaar van privaataandeelhouderschap de kiemen werden gezaaid voor een conflict dat zich bij verstoring van het broze evenwicht tussen overheid en privé-aandeelhouder zou ontpoppen tot een netelige kwestie.

De goedkeuring van de statutaire wijziging van 14 september 1948 gebeurde immers met een nipte meerderheid van 9 stemmen op het vereiste drie kwart (289) van het stemmenaantal, tegen 80 opposanten en 5 onthoudingen. Tezelfdertijd berichtten media over ‘de nieuwe machtsgreep van de nationaliserende staat’. Met name de Standaard berichtte op 15 september ‘de Staat dringt zijn wil op aan de Bank en neemt de nieuwe 200.000 aandelen in bezit, waarbij hij valselijk argumenten aanhaalt om de hand te leggen op de helft van het kapitaal’. Over de aandeelhouders bericht diezelfde krant; ‘Gouverneur Frère had een zeer uitvoerige en handige uiteenzetting nodig waarin hij verzachtende omstandigheden pleit¹⁶ ten gunste van de oude aandeelhouders om toch maar zijn publiek enigszins gunstiger te stemmen voor deze nauwelijks verkapte nationalisatie’. ‘De nationaliserende heren hadden immers een zware zee voor de boeg en waren geenszins zeker dat ze met hun verdachte lading niet ergens gingen stranden’. (De Standaard, 1948)

3.2 De minderheidsaandeelhouders anno 1993

In deze paragraaf zullen we het ‘ontstaan van de minderheidsaandeelhouders van de Bank’ uit de doeken doen. Aan de hand van een vaak gehanteerde definitie zoeken we de oorzaak van dit ontstaan op. Tenslotte vermelden we hoe deze minderheidsaandeelhouders zich publiekelijk vertegenwoordigen.

3.2.1 Definitie minderheidsaandeelhouders

Advieskantoor Boyds Solicitor omschrijft de minderheidsaandeelhouder als “de aandeelhouder die in de onmogelijkheid verkeert hetzij alleen, hetzij met zijn medeaandeelhouders anderen te verhinderen het bedrijf te controleren via de raad van bestuur, evenals niet in staat is het management van het bedrijf op te eisen”. (Jones, 2008) Zoals reeds voorheen aangehaald kan de Bank niet vergeleken worden met een typische naamloze vennootschap. De taken van de raad van bestuur worden bij de Bank immers waargenomen door de regentenraad en het directiecomité, terwijl het dagelijks management overgelaten is aan het directiecomité.

¹⁶ Cf. hoofdstuk 1 - 1.8.2 de statutenwijziging van 1948, met name de overname van de schulden van de Emissiebank.

3.2.2 De opheffing van de dubbele meerderheid

Zoals aangehaald onder 3.1.1 kende de privé-aandeelhouder een bescherming tegenover de grootste aandeelhouder via het systeem van de dubbele meerderheid. Hierdoor had de kleine aandeelhouder inspraak op de algemene vergadering en konden de privé-aandeelhouders beslissingen van de Staat tegenhouden. Op 23 maart 1993 legt een wet een wijziging op in de statuten van de Bank. Meer in het bijzonder schaft deze wet het systeem van dubbele meerderheid af; voortaan zal de regentenraad deze beslissingen nemen, waardoor de privé-aandeelhouder buitenspel komt te staan. De beslissingsmacht waarover de regentenraad na 1993 beschikt is reeds uitgewerkt in hoofdstuk 2. Alhoewel het wijzigen van de statuten valt onder de bevoegdheid van de aandeelhouders toch is deze wet éézijdig opgelegd via de wetgever, zonder dat de privé-aandeelhouders hierin een stem kregen. De wetgevende macht heeft met andere woorden een statutenwijziging opgelegd die alle privé-aandeelhouders heeft herleid tot volwaardige minderheidsaandeelhouders, conform de definitie onder 3.2.1. Bijgevolg werd de macht van de particuliere belegger sterk beknot zonder dat een schadevergoeding werd voorzien. (Deminor, 2002)

3.2.3 De vertegenwoordiging

Sinds 1 januari 2008 zullen de 200.000 aandelen van de Bank die noteren op Euronext Brussel drie vormen kunnen aannemen: op naam, aan toonder of gedematerialiseerd. Conform artikel 4 van de organieke wet zullen op 1 januari 2008 alle aandelen aan toonder die geboekt zijn of worden op een effectenrekening automatisch omgezet worden in gedematerialiseerde aandelen. Fysieke levering zal niet langer mogelijk zijn. Ten laatste op 31 december 2013 dienen bestaande aandelen aan toonder omgezet te worden in aandelen op naam of gedematerialiseerde aandelen. (NBB, 2008a)

Ondanks het feit dat alle aandelen op naam zijn, is deze lijst enkel bekend binnen de Bank, daar zij deze aandeelhouders registreren via het aandeelhoudersregister. Bij gebrek aan meer informatie over de aandelen op naam en deze aan toonder kan gesteld worden dat het aandeelhouderschap over de 200.000 aandelen sterk gefragmenteerd is. Volgens een analistenrapport van investeringsbank Puilaetco bezit geen enkele privé-aandeelhouder een belang dat hoger is dan 5%. Puilaetco doet ook een gok naar de institutionele aandeelhouders, waaronder zij Dexia, KBC en Fortis menen te onderscheiden.

In concreto bezit KBC 8.212 aandelen NBB, of te 4,1% van de free float. De overige aandelen zijn minderheidsaandelen en worden aangehouden door buitenlandse institutionelen en privé-aandeelhouders. (Jonlet, 2003, blz. 9; NBB, 2008e)

Meer in het oog springend is het feit dat een aantal privé-aandeelhouders zich sinds eind 2001, begin 2002 verenigen. Een aantal minderheidsaandeelhouders hebben zich verzameld rond het advieskantoor Deminor. In het vervolg van dit hoofdstuk gaan we verder in op de eisen en visie van deze groepering minderheidsaandeelhouders tegenover die van de Bank. Maar vooreerst dienen we hun reden tot groepering uit de doeken te doen. Want ook al gaf het voorgaande de rechtstreekse aanleiding tot het ontstaan van de minderheidsaandeelhouders, de ‘zee bleek inderdaad woeliger dan louter die ene storm’.

3.3 De oorzaken van de vereniging van de minderheidsaandeelhouders

De hoofdredenen waardoor de minderheidsaandeelhouders in opstand kwamen zijn doorheen hoofdstuk één en drie reeds aangestipt. Grosso modo kan gesteld worden dat de ‘verkapte nationalisatie’ van 1948 en de afschaffing van de dubbele meerderheid aan de basis liggen, maar genuanceerder dient opgemerkt dat de privé-aandeelhouders vanaf 1975 reden hadden tot morren. De oorzaken waarom de minderheidsaandeelhouders zich zullen verenigen is een kwestie van cumulatieve, chronologische gebeurtenissen.

In het jaar 1975 zijn er voor het eerst verklaringen van de Bank die erop wijzen dat de aandeelhouders van de Bank in feite houders zijn van een obligatie die een dividend ontvangen dat gekoppeld is aan de inflatie. (Jonlet, 2003, blz. 4) Daarnaast zijn andere, fundamentele oorzaken op te sommen die hebben geleid tot het verenigen van de minderheidsaandeelhouders. Hieronder zullen dan ook de vijf aanleidingen worden toegelicht waarom de minderheidsaandeelhouders in opstand kwamen.

3.3.1 De goudverkopen

In 1988 mag de NBB haar goud verkopen terwijl de meerwaarde op een onbeschikbare reserverekening wordt gestort. Op zich niks waarover de privé-aandeelhouders zich ongerust hoeven te maken, ware het niet dat de wet van 23 december 1988 stelt dat bij vereffening deze rekening ter gunste is van de Staat.

Activa van de onderneming worden bijgevolg verkocht en komen bij liquidatie enkel ten goede aan de meerderheidsaandeelhouder, terwijl het risico van een onderneming wordt gedragen door alle aandeelhouders (cf. 1.8.5.2). (Janssens, 1997, blz. 244-245)

Zoals onder 3.2.2 aangehaald wordt de invloed van de privé-aandeelhouders sterk gereduceerd op 23 maart 1993, aangezien hun stemrecht komt te vervallen. Vanaf dit moment kunnen zonder tegenspraak de minderheidsaandeelhouders van de Nationale Bank van België gedefinieerd worden. (Deminor, 2002)

Acht jaar na de eerste goudverkoop, per 1 juli 1996 wordt het saldo van de onbeschikbare reserve overgedragen (€ 8,1 miljard) aan de Belgische Staat. Vreemd genoeg stelde de statutenwijziging van 23 december 1988 dat dit enkel kon gebeuren bij liquidatie van de Bank, terwijl de Bank nooit ophield te bestaan. Ondertussen was de goudvoorraad van de Bank reeds drastisch geslonken tot een niveau van 596 ton¹⁷.

Bij de aanpassing aan de ECB statuten ontstaat er op 22 februari 1998 een nieuwe organieke wet. In artikel 30 van deze organieke wet is terug te vinden dat de meerwaarde op goud onverminderd toekomt aan de Staat. De vermelding dat dit enkel bij liquidatie van de Bank zou gebeuren komt te vervallen. In 2001 zal de Bank dan ook een tweede maal een deel van de onbeschikbare reserve (€ 177 miljoen) overmaken aan de Staat. De meerwaarde op het goud hiertoe dient volgens Deminor bestempeld te worden als een niet gerealiseerde meerwaarde, aangezien het betreffende goud nooit verkocht is. Dit bedrag stemt immers overeen met de meerwaarde op het goud dat werd overgedragen aan de ECB. Voor deze overdacht ontving de NBB geen cash, wel een vordering, net als alle andere deelnemende centrale banken. (Deminor 2002; NBB, 2008b)

3.3.2 De gebouwen

Sinds haar oprichting in 1850 opende de Bank verschillende bijhuizen om haar taken zoals beschreven in hoofdstuk één naar behoren te kunnen uitvoeren. Doorheen de tijd en vooral na de toetreding tot het ESCB werden haar opgelegde taken stringenter en hoeft de Bank minder commerciële taken uit te voeren - cf. hoofdstuk twee. Bijgevolg is de noodzaak van deze bijhuizen uitgespeeld en heeft de Bank geopteerd dit vastgoed van de hand te doen.

¹⁷ Zie bijlage III voor de exacte goudniveau's (Janssens, 1997, blz. 265-266).

De manier waarop de Bank omgaat met deze verkopen doet de haren bij een aantal minderheidsaandeelhouders. De Bank boekt deze verkopen via de post overige opbrengsten, waardoor het rechtstreeks bijdraagt tot de winst van het boekjaar¹⁸. Probleem is niet de verkoop an sich, wel de waardering. Deze gebouwen dateren doorgaans van voor 1900, waardoor ze volledig afgeschreven zijn en enkel voorkomen in de balans aan de historische kostprijs. Daartegenover staat dat de Bank geen schatting laat uitvoeren teneinde de realisatiewaarde van haar gebouwen te achterhalen. De reden die de Bank inroept is de moeilijkheid omtrent het betrouwbaar schatten van de prijs van haar gebouwen, mede door de specifieke veiligheidsuitrusting van haar gebouwen. (NBB, 2002, blz. 113; NBB, 2008c)

Het ontbreken van een ter dege schatting leidt tot bevreemdende situaties. Wellicht het meest gecontesteerd is de verkoop van het Kortrijkse bijhuis op 29 mei 2002. Zoals in bijlage IV terug te vinden is, verkocht de Bank om 10u30 haar onroerend goed aan de Société Immobilière et Garage du Phare voor € 520.576,40. Wanneer we beide verkoopaktes naast elkaar leggen, stellen we vast dat hetzelfde gebouw, op hetzelfde adres een uur later verkocht werd aan de Federale Kas voor Beroepskredieten voor een bedrag van € 991.574,09. Bij een dergelijke transactie kunnen vragen gesteld worden, hetgeen ook gebeurde in de Belgische Senaat door senatoren Van den Berghe en Van Quickenborne. Beide senatoren duiden naast het Kortrijkse bijhuis ook op onregelmatigheden met betrekking tot de bijkantoren van Hasselt en Oostende¹⁹, casussen waarop minister van Financiën Reynders antwoordde in wazige termen. (Senaat, 2002a)

Toch mogen de onregelmatigheden, ondanks de ruchtbaarheid die eraan werd gegeven, niet overdreven zwartgallig ingezien worden. We moeten immers opmerken dat de bedragen waarvoor het onroerend goed werd verkocht relatief klein zijn in vergelijking met de andere dossiers waarop de minderheidsaandeelhouders zich vastpinnen. Toch dienen de verkoop van de gebouwen opgesomd te worden als een reden tot vereniging van de minderheidsaandeelhouders. De onregelmatigheden omtrent het onroerend goed zijn uitgegroeid tot een symbolisch dossier inzake het vernietigen van de aandeelhouderswaarde door de directie van de Bank.

¹⁸ Voor de participatie van de minderheidsaandeelhouders hierin, zie 2.5.3 Winstverdeling

¹⁹ Verkoopprijs bijhuis Hasselt: € 942.000, verkoopprijs bijhuis Oostende: € 446.208

3.3.3 De voorzieningen

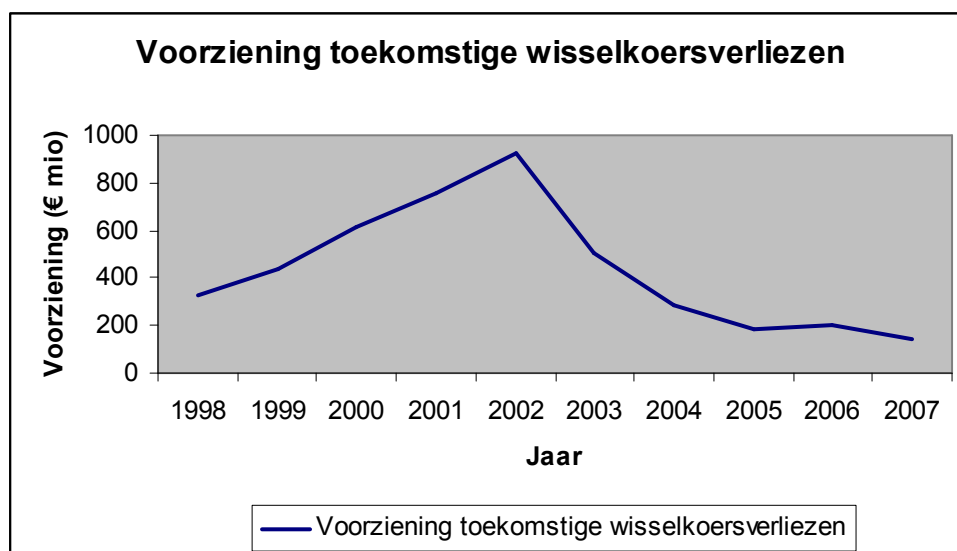
Bij het napluizen van de toelichtingen bij de jaarrekening, blijkt dat er jaarlijks aanzienlijke bedragen aan voorzieningen worden geboekt. Voornamelijk twee soorten voorzieningen vallen hierbij op, met name enerzijds de voorziening voor toekomstige wisselkoersverliezen en anderzijds de voorziening voor diverse risico's.

3.3.3.1 De voorzieningen voor toekomstige wisselkoersverliezen.

Sinds 8 juli 1998 beheert de Bank de officiële deviezenreserves van de Belgische Staat. Hierdoor boekt de Bank de op vreemde valuta gerealiseerde meerwaarden, op voorwaarde dat ze deze opneemt in een voorziening ter dekking van eventuele toekomstige wisselkoersverliezen. Het opmerkelijke aan deze voorziening is dat er sinds 2002 een onmiskenbare kentering op te merken valt. In figuur 3.1 is duidelijk vast te stellen dat deze voorziening wordt teruggenomen sinds 2002. (NBB, 2007b, blz. 105)

Een dergelijk lagere voorziening duidt erop dat de Bank zich minder wenst in te dekken tegen toekomstige wisselkoersverliezen. Anders gezegd stelt de Bank het risico op verlies door toekomstige wisselkoersverliezen neerwaarts bij.

Figuur 3.1 Voorziening toekomstige wisselkoersverliezen



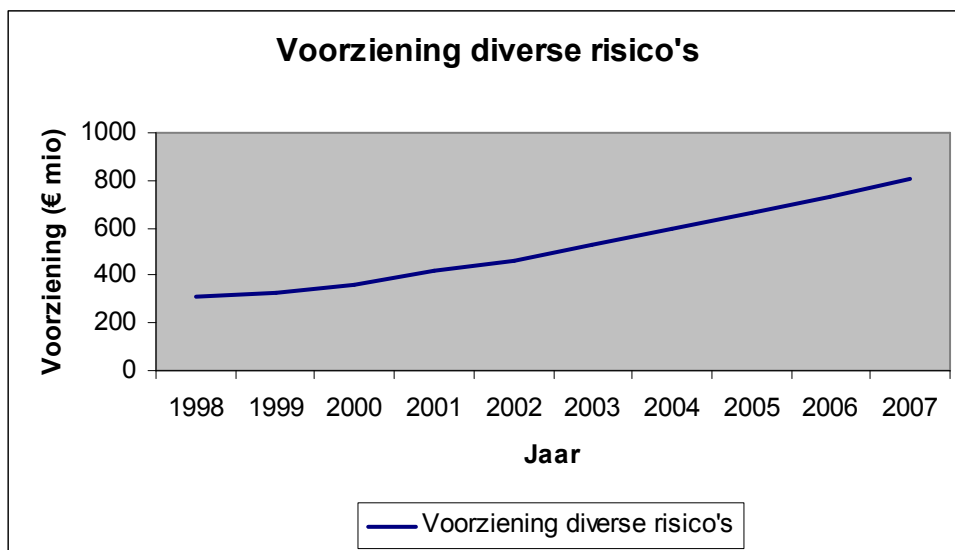
Bron: Eigen samenstelling op basis van jaarverslagen NBB 1998-2007

Doordat de Bank de wisselkoersresultaten sinds 1998 voor eigen rekening mag houden, houdt dit uiteraard een vergroot risico in voor de aandeelhouders. Dit risico vergroot de terugname van de voorzieningen. Dit hoger risico wordt door de afkalvende voorzieningen bijgevolg onvoldoende gedekt. Bovendien werd vastgesteld dat 235 miljoen euro van deze terugname in 2002 werd doorgestort aan de meerderheidsaandeelhouder, een casus waarop in 3.5 verder zal worden ingegaan.

3.3.3.2 De voorziening voor diverse risico's

Deze provisie bevat het voorzorgsfonds dat eind 1957 werd ingesteld. Deze voorziening dekt de risico's verbonden aan de activiteiten van de Bank, met name het kredietrisico op transacties en beleggingen van de Bank alsook het operationeel risico. Bovendien dekt deze voorziening de schommelingen waaraan de resultaten van de Bank onderhevig zijn. (NBB, 2007b, blz. 105)

Figuur 3.2 Voorziening diverse risico's



Bron: Eigen samenstelling op basis van jaarverslagen NBB 1998-2007

De voorziening voor diverse risico's wordt opgebouwd omwille van het belang inzake de continuïteit van de opdrachten van algemeen belang waarmee de Bank is belast. In figuur 3.2 is te zien dat deze voorziening jaar na jaar toeneemt.

In tegenstelling tot de voorziening voor toekomstige wisselkoersen is de provisie voor diverse risico's sinds 2002 met 385 miljoen euro verhoogd tot 803,5 miljoen euro in 2007 uit vrees voor grote schokken die de continuïteit van de Bank in gevaar kunnen brengen. Nochtans beweren de minderheidsaandeelhouders dat de Bank geen uitleg geeft omtrent dergelijk nefaste schokken; noch in haar jaarverslag, noch bij antwoorden op de algemene vergadering. Om deze reden worden er dan ook vragen gesteld bij de hoogte van een dergelijke provisie. (Geenen, 2008; NBB, 2008f, blz. 82)

3.3.4 De resultaatsverdeling

De manier waarop de Staat een groot deel van de inkomsten van de Bank claimt zet bij vele minderheidsaandeelhouders kwaad bloed. De exacte berekeningswijze van de winstverdeling is reeds opgenomen onder 2.5.3. Maar alvorens hierop in detail in te pikken is het noodzakelijk om inzicht te krijgen in de inkomsten van de centrale bank. Wegens haar specifieke karakter heeft de Bank immers andere bronnen van inkomsten dan een traditionele, commerciële vennootschap. In wat volgt zullen we dan ook de vier voornaamste bronnen van inkomsten kort bespreken. Samen zorgen zij voor praktisch de totale omzet van de Bank.

3.3.4.1 Inkomsten NBB

Emissieactiviteit

Historisch gezien werden biljetten beschouwd als schuldbewijzen, gedekt door edelmetaal. Vandaag zijn biljetten een soort fiduciair geld: het haalt zijn waarde uit het feit dat de bevolking er haar vertrouwen in stelt. Toch boekt de Bank diezelfde bankbiljetten nog steeds als schulden op de passiefzijde van haar balans. In tegenstelling tot andere schulden op de passiefzijde zijn deze schulden niet rentend; de bankbiljetten worden met andere woorden niet vergoed. Als tegenpost houdt de Bank activa aan, die grotendeels worden aangeleverd door commerciële banken, in ruil voor bankbiljetten. Om hun cliënten van biljetten te kunnen voorzien en zichzelf te financieren, moeten de banken dus activa zoals vreemde valuta afstaan of lenen bij de Bank. De activa en vorderingen die de Bank op die manier verwerft, staan op de actiefzijde van haar balans en zijn - in tegenstelling tot haar passiva - rentegevend. De winsten die aldus ontstaan zijn het resultaat van het aanhouden van rentende activa en worden bestempeld als winsten afkomstig van seigneuriage.

Ze resulteren immers uit het vroegere recht om geld te slaan. Deze opbrengsten vinden we in de resultatenrekening terug onder ‘opbrengsten van de netto rentegevende activa’. (NBB, 2008g)

Wisselkoersresultaten

Zoals eerder reeds aangehaald bezit de Bank naast eurobiljetten ook een resem vreemde valuta's. Voornamelijk Amerikaanse dollars maken deel uit van deze wisselreserves. In de resultatenrekening vinden we onder de rubriek ‘wisselkoersresultaten’ de winst-/verliescijfers die de Bank boekt naar aanleiding van transacties in vreemde valuta. Deze transacties kaderen enerzijds in het beheer van de officiële wisselreserves van België en anderzijds in de internationale akkoorden waartoe België zich heeft verbonden. Deze post bestaat voornamelijk uit wisselkoerswinsten geboekt op dollars en wisselkoersresultaten die betrekking hebben op transacties in speciale trekkingsrechten (SDR's)²⁰. (NBB, 2007b, blz. 112; NBB, 2008d)

Opbrengsten van de statutaire beleggingen

Een derde opbrengst die terug te vinden is in de resultatenrekening zijn opbrengsten van de activa die aangehouden worden als tegenpost voor het kapitaal en de reserves.

Meerwaarden op verkoop van goud en goudvorderingen

Zoals in bijlage III duidelijk naar voren komt, wordt niet ieder jaar overgegaan tot verkoop van goud. In de jaren dat er wel goud wordt verkocht, draagt dit wel significant bij tot de inkomsten. Het goud dat de Bank in voorraad heeft, is grosso modo aangekocht in 1910-1920, waardoor de meerwaarden bijzonder groot zijn. Daarnaast dient opgemerkt te worden dat de minderheidsaandeelhouders een deel van deze meerwaarde claimen. (Janssens, 1997, blz. 265-266)

3.3.4.2 De numerieke winstverdeling per begunstigde

De theoretische winstverdeling is reeds uitgewerkt onder 2.5.3. Om herhaling te vermijden hebben we ervoor geopteerd de winstverdeling via deze regels voor de periode 1998-2007 uit te werken.

²⁰ SDR's of bijzondere trekkingsrechten zijn reserveactiva die door het IMF zijn gecreëerd en door dit Fonds aan zijn leden wordt toegewezen. SDR's worden aangewend bij transacties tussen officiële monetaire instanties en worden geboekt tegen marktkoers.

De winstverdeling geschiedt voornamelijk ten gunste van drie partijen: de privé-aandeelhouder, de Staat en de personeelsleden. Het overige deel wordt geboekt ten gunste van de statutaire en/of buitengewone reserve. Het resultaat hiervan is terug te vinden in figuur 3.3.

Figuur 3.3 Winstverdeling NBB 1998-2007 (in duizenden euro's)

	1998	1999	2000	2001	2002
Nettowinst	36.027	56.889	98.710	105.574	106.826
Dividend	23.665	23.948	24.558	25.200	25.652
Preferent dividend Staat	5.811	5.870	6.005	6.163	6.269
Winstaandeel personeel	2.835	2.864	2.929	3.006	3.058
Buitengewone reserve	-	20.500	61.500	67.400	68.000
Statutaire reserves	3.716	3.707	3.688	3.805	3.847

	2003	2004	2005	2006	2007
Nettowinst	127.735	168.662	358.930	244.072	283.218
Dividend	26.132	26.668	27.388	28.000	28.800
Preferent dividend Staat	20.850	27.562	58.766	39.929	46.349
Winstaandeel personeel	10.171	13.445	28.666	19.478	22.609
Buitengewone reserve	-	-	-	-	-
Statutaire reserves	70.582	100.987	244.110	156.665	185.460

Bron: Eigen samenstelling op basis van jaarverslagen NBB 1998-2007

In figuur 3.3 is op te merken dat het preferente (één vijfde) deel dat de Staat toegewezen krijgt (preferent dividend Staat) doorheen de tijd exponentieel toeneemt. Dit hangt samen met de sterke stijging van de nettowinst en met de sterke toename van de vraag naar eurobiljetten. Het feit dat dit preferente dividend harder stijgt dan het dividend dat de aandeelhouders tegemoet komt (dividend) is voor de minderheidsaandeelhouders een doorn in het oog. Zij verwijten de Bank dan ook een te conservatief dividendbeleid te voeren. Het dividend dat de aandeelhouders toekomt wordt gezien als een cumul. Het eerst dividend van 6% op het kapitaal wordt aangevuld door een tweede dividend waarvan de hoogte wordt bepaald door de regentenraad.

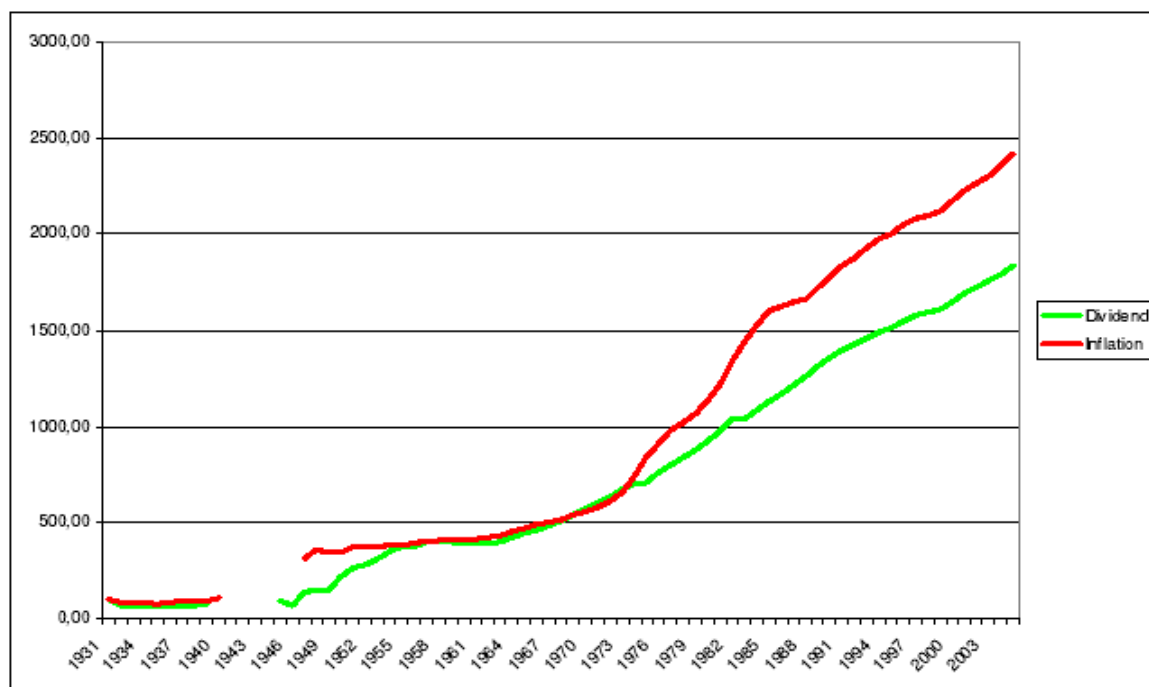
3.3.4.3 Het dividendbeleid van de NBB

De Bank beoogt betreffende haar dividendpolitiek een situatie te bekomen waarbij een totaal dividend wordt nagestreefd dat stabiel is qua koopkracht. Op die manier zoekt de Bank een evenwicht tussen haar taken van algemeen belang en een correcte remuneratie van haar kapitaal, ongeacht de schommelingen in de winsten. De aandeelhouder geniet dus een stabiel dividend dat losstaat van de resultaten van de Bank.

De Bank benadrukt dan ook met klem dat het nettodividend over boekjaar 2006 € 52,50 bedroeg ten opzichte van € 51,35 in 2005 ondanks een terugvallende winst. (NBB, 2008h)

De Bank beoogt op die manier haar aandeelhouders te beschermen tegen de volatiliteit van haar resultaat en verschaft haar aandeelhouders also een rendement vergelijkbaar met een geïndexeerde obligatie. De Bank claimt dat de groei van haar dividend net iets hoger is dan de stijging van de inflatie. Praktisch leidt dit alles ertoe dat de pay-out ratio van het aandeel naar een historisch laag niveau is gedaald. Deminor becijferde dat vanaf 1975 het dividend van de Bank niet voldoende hoog was om de inflatie te volgen. In dit licht toont figuur 3.4 aan dat het lage dividend, ondanks de jaarlijkse stijging niet in staat is de inflatie te volgen en bijgevolg in tegenspraak is met wat de directie van de Bank steeds heeft beweerd. (Deminor, 2006)

Figuur 3.4 Vergelijking dividend versus inflatie aandeel NBB



Bron: (Deminor, 2006)

3.3.5 De algemene vergadering

De werking van de algemene vergadering werd reeds eerder besproken in hoofdstuk twee. Sinds de opheffing van de dubbele meerderheid werd duidelijk dat de macht van de minderheidsaandeelhouders herleid werd tot nul, aangezien de Staat en de directeurs samen stemmen en tot een ruime meerderheid komen. Daarbij komt dat de vertegenwoordigers van de aanwezige banken zich hier doorgaans bij aansluiten. (Geenen, 2008)

Het feit dat de algemene vergadering dermate beknottend is voor de privé-aandeelhouders wordt niet enkel als reden gezien om zich te verenigen, maar tevens als een vorm van uitlaatklep, getuige hiervan de resem vragen die de aandeelhouders stellen aan de directie. Hierbij maken de minderheidsaandeelhouders gebruik van de ‘question time’ om hun grieven bekend te maken. De aandeelhouders hebben immers het recht schriftelijk of mondeling vragen te stellen aan de directie, een recht dat wel degelijk wordt gebruikt, gezien de duurtijd van de vragenronde tot 5 uur in beslag neemt. Hierdoor nemen de algemene vergaderingen van de Bank de laatste jaren een hele dag in beslag, hetgeen bijzonder lang is vergeleken met andere beursgenoteerde bedrijven. (NBB, 2008d)

3.4 De vereniging van de minderheidsaandeelhouders via Deminor

Sinds 5 maart 2002 behartigt Deminor de belangen van een groep aandeelhouders van de Bank tegen betaling²¹. Op dat moment vertegenwoordigde het kantoor 10.000 aandelen; het oefende zijn mandaat uit in naam van 2,5% van het kapitaal der NBB. De verzamelde aandeelhouders waren het oneens met de praktijken die zich afspeelden binnen de Bank zoals opgelijst onder 3.3. Deminor kreeg als opdracht hun belangen te verdedigen ten aanzien van de NBB en diens referentieaandeelhouder, de Belgische Staat. Stringenter legt Deminor zich de taak op om de nodige stappen te ondernemen om de financiële en juridische positie van deze minderheidsaandeelhouders te verbeteren. Op die manier tracht Deminor de waarde van het aandeel NBB te alligneren met de onderliggende waarde van de onderneming. Dit laatste is volgens de verzamelde aandeelhouders immers niet het geval. (Deminor, 2008a)

²¹ Dit omvat een vaste kost bij inschrijving en een variabele succes fee.

3.4.1 De juridische analyse

De juridische analyse die het adviesbureau over de Bank publiceerde in 2002 brengt enkele nieuwe gegevens aan. De krijtlijnen van deze analyse duiden op de rechten van de aandeelhouders en het emissierecht. Deze zullen dan ook respectievelijk verder in detail behandeld worden. Daarnaast wijst ze erop dat de aandeelhouders van de NBB ontegensprekelijk aandeelhouders zijn en geen obligatiehouders.

3.4.1.1 Rechten aandeelhouders.

Deminor onderscheidt twee soorten rechten die zij geschonden ziet voor de aandeelhouders van de Bank. Enerzijds behandelt het kantoor het recht op gelijke behandeling, anderzijds het eigendomsrecht. In casu het recht op gelijke behandeling van alle aandeelhouders baseert Deminor zich op het grondwettelijk recht, hetgeen superieur is ten opzichte van de wet. Daarbij wil het advieskantoor dat de Staat als aandeelhouder ook beschouwd wordt als een privaat rechtspersoon en bijgevolg op gelijke wijze moet behandeld worden. Deze gelijke wijze van behandeling is volgens de Bank niet geschonden, daar de Staat en de privé-aandeelhouders een gelijk dividend en gelijk recht in vermogen ontvangen. Deminor brengt hiertegen in dat de Staat zich verkapte dividenden toeigent door een ongelijke uitkering van de reserves. (Deminor, 2002, blz. 18-19)

De andere pijler, die vaststaat als basisbeginsel van onze rechtstaat en ingeschreven is in het E.V.R.M, met name het eigendomsrecht wordt evenzeer geschonden door de Belgische Staat. Deminor verwijst hierbij naar de wet van 23 maart 1993 waarbij het stemrecht inzake wijziging van de statuten werd gewijzigd (cf. 3.2.2) en ook naar de geleidelijke overdracht van maatschappelijk vermogen aan de Staat (cf. 3.3.1). (Deminor, 2002, blz. 20-21)

3.4.1.2 Het emissierecht.

Zoals onder 1.2.1 aangehaald kreeg de Bank van bij aanvang het emissierecht dat voordien was toegekend aan de Société Générale en de Banque de Belgique.

Onder artikel 46 van de statuten van de Bank is te lezen dat bij het verstrijken van dit emissierecht 4/5^e van de reserves worden uitgekeerd aan de privé-aandeelhouders en de rest toekomt aan de Staat. Deminor stelt hierin dat sinds de NBB lid is geworden van het ESCB, het de ECB is die eurobiljetten uitgeeft. Hierbij merkt Deminor op dat het uitgeven van een bankbiljet een overdraagbare schuldvordering aan toonder is, dat als wettig betaalmiddel circuleert. Het feit dat de eurobiljetten enkel de handtekening dragen van de gouverneur van de ECB, wijst er voor Deminor op dat deze schulden enkel door de ECB kan worden aangegaan en dat bijgevolg de Bank haar emissierecht verliest. (Deminor, 2002, blz. 25-26)

Als tegenargument werpt de Bank hier tegen op dat het emissierecht gedeeld is tussen de ECB en de NBB. Meer bepaald neemt de NBB deel aan het emissierecht door het vervullen van een aantal functies in het ESCB. Finaal gezien blijft de NBB bankbiljetten drukken en in omloop brengen, waardoor het emissierecht niet is komen te vervallen.

Tegen deze officiële verklaring van de Bank brengt Deminor twee argumenten in. Vooreerst stelt zij dat de aanwezigheid van de Belgische gouverneur binnen het beslissingsorgaan van het ECB (cf. 2.4.1.1) geen (gedeeld) emissierecht betekent voor de NBB. Ten tweede stelt Deminor dat artikel 106 van het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, waarheen artikel 46 van de statuten van de Bank verwijst, klaar en duidelijk stelt dat de ECB het alleenrecht heeft machtiging te geven tot uitgeven van bankbiljetten binnen de Europese Gemeenschap. (Deminor, 2002, blz. 22, 26; Grondwet Europa, 2002)

3.4.1.3 Aandeelhouders of obligatiehouders?

Sinds 1975 hangt er rond het aandeel een stigma dat het aandeel NBB veel gelijkenissen heeft met een geïndexeerde obligatie, hetgeen het aandeel historisch steeds tegen een 'discount' liet noteren. Deminor maakt hierbij een olijsting van de eigenschappen van het aandeel NBB:

- stemrecht, weliswaar beperkter dan bij een gewone N.V.;
- recht tot deelname in de winst, hetzij uitgekeerd, hetzij gereserveerd;
- geen recht op terugbetaling van ingebracht kapitaal;
- het risico als laatste in rang te eindigen bij verdeling van het nettovermogen.

Deze opgesomde eigenschappen komen niet overeen met die van een obligatie, daar een obligatie gekenmerkt wordt door:

- het ontbreken van stemrecht;
- een contractueel vastgelegde rente;
- de terugbetaling van het nominaal kapitaal op vervaldag;
- een beperkter risico; een schuldeiser wordt eerder terugbetaald dan een aandeelhouder.

In het feit dat de Bank verklaart dat haar aandeel eerder een geïndexeerde obligatie is, ziet Deminor een miskennis van de statuten en de wet. Bovendien leidt het tot onzekerheid bij de aandeelhouders. Het advieskantoor ziet in het miskennen van een effect NBB als aandeel een foutieve communicatie van de Bank. (Deminor, 2002, blz. 13-15; Vervenne, 2001)

3.4.2 Doelstellingen

Gesterkt door haar argumenten, uiteengezet onder 3.4.1.1, ging Deminor naar aanleiding van de algemene vergadering van 25 maart 2002 de strijd aan tegen de NBB. Haar directe eisen zijn het creëren van aandeelhouderswaarde via het verminderen van de décote (discount) door middel van het herstel van de rechten van de aandeelhouders en het invoeren van een aangepaste corporate governance. Indien de rechten van de aandeelhouders niet worden hersteld, eist Deminor een uitstapregeling tegen correcte voorwaarden. Indien dit niet wordt geboden, zal het kantoor juridische stappen ondernemen om de rechten te herstellen en een schadevergoeding te bekomen. (Deminor, 2002, blz. 52-53)

3.5 De strijd van de minderheidsaandeelhouders via Deminor

Zoals reeds aangestipt hebben zich begin 2002 een aantal aandeelhouders verenigd bij het onafhankelijke advieskantoor Deminor. Hieronder zullen we de strijd van de minderheidsaandeelhouders van de NBB chronologisch uit de doeken doen. Er werd geopteerd voor een uiteenzetting volgens de tijdsas, aangezien dit in het ganse verhaal, conform de vorige hoofdstukken, de hoogste toegevoegde waarde levert. Daarnaast hebben we getracht naast de visie van de minderheidsaandeelhouders per strijdpunt ook kort de mening van de Bank te ventileren. Later zullen we expliciet ingaan op de algemene visie van de Bank.

3.5.1 De eerste tussenkomst van 11 maart 2002

Op 11 maart 2002 stelt het Brusselse adviesbureau de Bank in gebreke. Deminor eist dat de Bank zich inschrijft op de lijst van vennootschappen die een publiek beroep hebben gedaan op het spaarwezen. Deze lijst wordt aangehouden door het CBFA. Vermelding op deze lijst ziet Deminor als zijnde belangrijk inzake informatieverspreiding naar de aandeelhouders van de Bank toe. (Deminor, 2008a)

Wanneer de Bank twee maand later nog steeds geen gehoor heeft gegeven aan deze eis, dient Deminor klacht in bij het parket van Brussel op 27 mei 2002. Deminor beroept zich op artikel 438 van het Wetboek van Vennootschappen; dit artikel stelt dat bedrijven die een publiek beroep doen op het spaarwezen deze hoedanigheid dienen in te schrijven in hun statuten, hetgeen bij de Bank niet het geval was. (Deminor, 2008a)

Via de webstek van de CBFA kan deze beschouwde lijst geraadpleegd worden. Deminor heeft dan ook zijn slag thuisgehaald door de Bank overstag te doen gaan en zich op deze lijst in te schrijven. In hetgeen volgt zal echter blijken dat deze overwinning eerder symbolisch was en geen garantie zou bieden voor nieuwe successen. (CBFA, 2008)

3.5.2 De bodemprocedure van 2 juli 2002

Deminor leidt op 2 juli 2002 een bodemprocedure in voor de rechtbank van koophandel te Brussel. De eisers wensen hierdoor te voorkomen dat de Belgische Staat, de meerderheidsaandeelhouder van de Bank, verder de hand legt op de reserves van de NBB, terwijl deze op gelijke wijze verdeeld zouden moeten worden onder alle aandeelhouders. Concreet stoelt deze eis op artikel 46 van de statuten met betrekking tot het vervallen van het emissierecht. Hierdoor wensen de minderheidsaandeelhouders zich ervan te vergewissen dat de Staat niet verder de draagwijdte van het reservefonds vermindert zonder enige compensatie voor de overige aandeelhouders. (Deminor, 2008a; NBB, 2008a)

Opmerkelijk is dat Deminor deze gerechtelijke actie toeschrijft aan het gebrek aan overleg tussen de Bank en de Belgische Staat enerzijds en de minderheidsaandeelhouders anderzijds.

Het ontbreken van een juridisch kader dat aan iedere aandeelhouder de garantie geeft van een transparante en rechtvaardige behandeling blijkt dan ook de rechtstreekse aanleiding tot deze actie. (Bomans, 2002; Peeters, 2002)

Een lichtelijk andere - aanvullende - visie op deze inleiding voor de rechtbank van koophandel lezen we in De Morgen. Daarin wordt verwezen naar het voorstel van de regering tot het bundelen van de krachten tussen NBB en CBFA; in concreto vreest men dat op die manier de Bank over zichzelf zal kunnen oordelen bij dossiers over betwistingen met de aandeelhouders. Duidelijk is alleszins dat de relatie Deminor - NBB van meet af aan sterk verzuurd is. (Melders, 2002)

De Bank betwist de zienswijze van Deminor. Zij stelt dat de raad van bestuur van de ECB op 6 december 2001 beslist heeft dat het emissierecht rechtstreeks door alle centrale banken van het ESCB zal worden uitgeoefend. De Bank ziet dus geen reden tot uitkering van het reservefonds. (Peeters, 2002)

Op 27 oktober 2005 onderschrijft de rechtbank van koophandel de these van de Bank. De rechtbank oordeelt dat de Bank het emissierecht deelt met de ECB, waardoor de minderheidsaandeelhouders in het ongelijk werden gesteld. Het feit dat de reserves en het emissierecht nauw met elkaar verbonden zijn, zorgt ervoor dat er een zekere mate van verwevenheid is met de procedure die een maand later voor het Arbitragehof werd gebracht. Deze wordt aansluitend besproken. (Vanlinthout, 2005)

3.5.3 De procedure tegen de wet van 2 augustus 2002

Het voorstel inzake het financieel toezicht dat onder 3.5.2 werd aangehaald, werd wet op 2 augustus 2002. Via art. 23, §3 beoogde de wetgever een nauwere samenwerking tussen de CBFA, de CDV²² en de NBB, waarbij de NBB een belangrijke overkoepelende rol zal spelen.

Concreet zullen vertegenwoordigers van de Bank mee beslissen over materies die tot de bevoegdheid van de CBFA behoren, zoals het toezicht op het verstrekken van informatie door beursgenoteerde ondernemingen, net als over de evenwaardige behandeling van aandeelhouders van deze ondernemingen. (Belgisch Staatsblad, 2002)

²² CDV = Controledienst der Verzekeringen

Deminor stapt dan ook op 23 oktober 2002 naar het Arbitragehof om de wet van 2 augustus inzake het financieel toezicht te laten vernietigen. Volgens het juridisch bureau wordt door deze wet een belangenconflict geschapen, aangezien de directeurs en regenten van de Bank zelf zullen controleren of hun bedrijf voldoet aan de informatieverplichtingen en de evenwaardige behandeling van haar minderheidsaandeelhouders. Verder holt deze wet de rechten van de aandeelhouders verder uit, aangezien de wetgever naar aanleiding van deze wet een aantal wijzigingen aanbrengt in de organieke wet van de Bank. Enerzijds wordt ingeschreven dat de goud- en deviezenreserves toebehoren aan de Staat, anderzijds wordt de interpretatie van het emissierecht gewijzigd. Dankzij deze wijziging doet de wetgever de wettelijke en statutaire verplichting ter uitkering van de reserves aan de aandeelhouders teniet. (Deminor, 2008b)

Opvallend is dat de wetgever hierdoor de bodemprocedure die Deminor op 2 juli 2002 inleidde een hak zet. Deze wet wijzigt namelijk de essentie waarover een maand eerder een dagvaardiging was ingespannen. Indien het emissierecht immers niet vervallen is zoals Deminor opwerpt, is er van uitkeren van de reserves geen sprake.

Op 10 december 2003 spreekt het Arbitragehof zich uit over deze casus. Het Hof verwerpt de argumentatie van Deminor en laat de wet van 2 augustus 2002 intact. Concreet oordeelt het Hof dat er vooreerst geen sprake is van een belangenconflict bij het toezicht op de NBB; de vertegenwoordigers van de Bank hebben immers geen meerderheid en hebben zitting ten persoonlijke titel in de CBFA. (Dendooven, 2008)

Daarnaast oordeelt het Hof dat de wet van 2 augustus niets wijzigt aan de bestemming van de monetaire reserves. Deze reserves vormen immers een “doelvermogen bestemd voor opdrachten van algemeen belang”. Het Hof verwerpt bijgevolg de redenering als zou er onteigening van de minderheidsaandeelhouders geschieden. (Dendooven, 2008)

Tot slot verwerpt het Arbitragehof eveneens de stelling als zou de wet van 2 augustus tot doel hebben gehad met terugwerkende kracht het emissierecht te herstellen. In tweede instantie oordeelt het Hof dat het emissierecht van de Bank niet verstreken is. Het Hof stelt dat het emissierecht gedeeld wordt tussen de ECB en de Nationale Centrale Banken en bijgevolg werd het emissierecht van de Bank bevestigd.

Op de keper beschouwd kunnen de aandeelhouders onmogelijk de uitkering van de reserves eisen door deze uitspraak. (Deminor, 2008c; Dendooven, 2008)

3.5.4 De procedure tegen de transfert van € 235 miljoen

Aangezien de Bank tijdens het boekjaar 2003 in strijd met haar statuten een bedrag van € 235 miljoen op “vernuftige boekhoudkundige wijze” heeft overgemaakt aan de Staat stelt Deminor op 8 juli 2004 een vordering in tegen de Bank voor de Rechtbank van Koophandel te Brussel. Het bedoelde bedrag is afkomstig van meerwaarden uit het verleden, gerealiseerd op de deviezenpositie. Deminor oordeelt dat deze meerwaarden toekomen aan de Bank en niet konden uitgekeerd worden aan de Staat, tenzij via uitkering van de winsten die op gelijke wijze zouden moeten toekomen aan alle aandeelhouders. Deminor trekt de reden van deze transfert door naar de begroting. Volgens advocaat Erik Bomans van Deminor bleek de overheidsbegroting van oktober 2003 uit te gaan van een positieve IMF-stroom van € vier miljoen. In februari 2004 bleek er een overheidsverlies te zijn geleden van € 239 miljoen op de IMF-posities. Exact dit nettoverschil komt overeen met de transfert van € 235 miljoen. Volgens directeur Coene zijn ‘toevalligheden duidelijk de wereld nog niet uit’, terwijl Deminor hierin een slinkse aanwending van de value at risk methode ziet, waarbij de provisie neerwaarts werd bijgesteld om het overheidsbudget aan te zuiveren. (Deminor, 2008d, Van Campenhout, 2007)

De Bank riposteert hierop dat zij de boekhoudige en wettelijke normen volkomen terecht heeft toegepast, zoals blijkt uit het ‘zonder voorbehoud’-verslag van de commissaris. In het bijzonder betreft het hier een terugname van een financiële opbrengst die conform art. 29 van de statuten enkel toekomt aan de Staat. De toepassing van deze regel stelt dat alle netto financiële opbrengsten boven de 3% van de productieve activa toekomen aan de Staat. Deze regel wordt gerechtvaardigd als zijnde de tegenwaarde voor het door de Staat aan de Bank verleende monopolie om bankbiljetten in omloop te brengen. Deze redenering wordt integraal gevolgd door de Rechtbank van Koophandel zoals blijkt uit haar vonnis van 2 februari 2006. Hierin stelt zij eveneens dat de terugneming op de voorziening voor toekomstige wisselkoersverliezen voor boekjaar 2003 wettelijk is. Bovendien oordeelt de rechtbank dat de terugname wel degelijk een financiële opbrengst is die wettelijk en statutair aan de 3%-regel voldoet. (NBB, 2008i; Michielsens, 2006)

3.6 De strijd van de minderheidsaandeelhouders via Modrikamen

Naast het juridisch bureau Deminor heeft advocaat Mischaël Modrikamen zich eveneens vastgebeten in het dossier van de Bank. Deze Brusselse raadsman heeft naam en faam gemaakt bij de succesvolle verdediging van de Cera-coöperanten ten tijde van de fusie tussen Kredietbank, ABB en Cera tot KBC. Meester Modrikamen verdedigt sinds januari 2003 de belangen van een twintigtal minderheidsaandeelhouders. De pleidooien van Meester Modrikamen kunnen dan ook gezien worden als complementair aan deze van Deminor. Hierbij heeft hij zelf een aantal kortgedingen aangespannen tegen de Bank, die hij telken male verloor. Zo spande hij het kort geding omtrent het reëel negatief eigen vermogen van de Bank en de correctie van de jaarrekening over boekjaar 2002 aan. Zijn juridische actie omtrent de overdracht van meerwaarden op het goud aan de Belgische Staat, gaan we hierna van dichterbij bestuderen. (Van Hamme, 2003; Vervenne, 2003a)

3.6.1 De bodemprocedure van 8 januari 2004

Anders dan de bodemprocedure die Deminor inleidde op 2 juli 2002, werd de bodemprocedure van Meester Modrikamen ingeleid op 8 januari 2004 en betrof ze de overdracht van de meerwaarde op goudverkopen. Deze meerwaarden werden allen gerealiseerd tussen 1996 en 2002 en werden reeds uitgewerkt onder 3.3.1. In deze zaak daagt advocaat Modrikamen de Belgische Staat en de Bank voor de rechtbank van koophandel. Zijn eis bedraagt dan ook 1,16 miljard euro. Omgerekend 5.784 euro per aandeel plus rente zou uitgekeerd worden aan de aandeelhouders. De eisende aandeelhouders stellen immers dat de Staat zich ten onrechte meerwaarden heeft toegeëigend die de Bank gerealiseerd had bij de overdracht van goud, waarbij de € 5.784 fungeerde als schadevergoeding. (Vervenne, 2005)

Anderhalf jaar later, met name op 1 en 8 december 2006 werden de pleidooien na eerder te zijn uitgesteld, gehouden. In deze pleidooien werd gepleit voor een redelijke vergoeding ter compensatie van de ‘beroving’ van de aandeelhouders. In tussentijd werd ook de berekening per aandeel opgetrokken tot 9.333 euro per aandeel plus de wettelijke en juridische rente. Hierdoor was de eis van de aandeelhouders aangezwollen tot 15.000 euro per aandeel. (Vervenne, 2006)

Het standpunt van de Bank hierin is resoluut. De meerwaarden op goud behoren volgens de organieke wet en de statuten enkel toe aan de Staat. De Bank beklemtoonde in dit licht dat de meerwaarden altijd naar de Staat vloeiden en verwijst hierbij naar de devaluaties van 1926 en 1935. Toen werden namelijk meerwaarden op goud gerealiseerd die op hun beurt naar de Staat gingen, hoewel deze toen nog geen aandeelhouder was. (NBB, 2008j)

Op 9 maart 2007 volgt de rechtbank van koophandel de redenering van de Bank. Het vonnis stelt dat de aandeelhouders geen recht hebben op de meerwaarden op goudverkoop. De reden die de rechtbank aanhaalt stelt dat het goud een actief is zonder erfgenamen dat niet toebehoort aan de Nationale Bank en evenmin aan haar publieke of private aandeelhouders. (Vervenne, 2007a)

Door deze dubbelzinnige uitspraak besloot Modrikamen de strijd voort te zetten. De rechtbank stelt met name dat het goud niet toebehoort aan de Bank. En toch staat het geboekt als activa op haar balans. Modrikamen voerde dit argument aan om een correctie van de jaarrekening te eisen in kort geding voor de algemene vergadering van 26 maart 2007. Deze correctie bestaat erin dat door het niet boeken van het goud op de balans er een verlies ontstaat dat de helft van het maatschappelijk kapitaal overtreft. Dit laatste is van belang opdat hierdoor de Bank van rechtswege wordt ontbonden op basis van haar statuten. Deze eis werd door de rechtbank van koophandel op 23 maart 2007 verworpen. Ondank het feit dat de minderheidsaandeelhouders tot dusver alle rechtszaken verloren hebben, blijven zij geloven dat het tij aan het keren is. (Vervenne, 2007b)

3.7 De houding van de Bank

Zoals uit vorige paragrafen bleek kreeg de Bank in alle belangrijke processen haar gelijk. Dit doet vermoeden dat de Bank lijnrecht tegenover haar minderheidsaandeelhouders stond. In al deze gevallen bleek immers dat de rechtbank de argumentatie van de Bank volgde. Hierdoor ontstond kritiek vanuit verschillende hoeken, aangezien wetswijzigingen net voor processen vaak de argumentatie van de minderheidsaandeelhouders fnuikten. In wat volgt zullen we de mening van de Bank inzake het wettelijke statuut, de taken van algemeen belang, het emissierecht en de goudreserves opletten. Opvallend is dat de argumentatie omtrent deze vier topics een gesloten juridische vicieuze cirkel is, waardoor de Bank in de tegen haar aangespannen processen steeds haar gelijk haalde.

3.7.1 Het wettelijk statuut

Doorheen het ganse verhaal werd er bijzondere aandacht besteed aan de statuten en de organieke wet van de Bank. Dit is niet zonder reden, want in ieder geschil werd er door de Bank verwezen naar deze juridische teksten. De Bank is meer bepaald gebonden aan vier juridische teksten in hiërarchische volgorde. De Bank moet eerst de bepalingen van de Europese verdragen naleven, in tweede instantie haar organieke wet, vervolgens haar statuten en slechts op aanvullende wijze het Wetboek van Vennootschappen.

Bovendien verschillen de organen van de Bank van die van een gewone naamloze vennootschap zoals aangeduid in hoofdstuk twee. Ten slotte is de Bank niet onderworpen aan het gewone boekhoudrecht²³ en is zij vrijgesteld van een aantal bepalingen van het financieel recht over beursgenoteerde vennootschappen. Het optreden van de minderheidsaandeelhouders ziet de Bank dan ook als het miskennen van deze realiteit. De minderheidsaandeelhouders passen immers de voorschriften van gemeen recht toe op de Bank, terwijl dit een miskenning is van het bijzonder wettelijke statuut van de Bank. (Vervenne 2003b)

3.7.2 De taken van algemeen belang

De Bank beroept zich verder ook op haar taken van algemeen belang. In dit licht verwijst ze naar een uitspraak van minister Frère-Orban uit 1850 waarin hij het doel van de oprichting van de Bank kernachtig uitdrukt. “Wat wij willen bereiken door het oprichten van een Nationale Bank is niet winst bezorgen aan particulieren, noch aandeelhouders verrijken, maar wel het oprichten van een Nationale Bank in het openbaar belang, in het algemeen belang.” Ondanks het feit dat de Bank een beursgenoteerde N.V. is, is dit louter het gevolg van een opeenvolging van wettelijke ingrepen. Anders gesteld ziet de Bank haar beursnotering als een historisch accident de parcours, waarbij het maatschappelijk belang primeert. Voor de Bank is immers het streven naar winst van minder belang dan het uitvoeren van haar taken van algemeen belang. Aandeelhouders dienen dit specifieke kader voor ogen te houden, waarvoor zij in ruil een nagenoeg gegarandeerde koopkracht voor hun investering krijgen. Het feit dat de aandeelhouders niet hoeven vergoed te worden voor een faillissementsrisico ligt hierbij aan de basis. (Mampaey, 2005; NBB, 2008k)

²³ Conform uitsluitingsclausule art. 92 §3 2° Wetboek van Vennootschappen

Aandeelhouders dienen met andere woorden te weten dat hun investering in de Bank van een ander type is als die in een typisch beursgenoteerde N.V. Want de Bank heeft niet tot doel haar aandeelhouders winst te bezorgen, haar taken zijn immers van maatschappelijke aard. Toch kunnen vragen gesteld worden bij het ‘garanderen van de koopkracht van de investeerder’ gezien het lage dividendrendement. Deze bedenking zullen we in het volgende hoofdstuk weer oprakelen en uitwerken.

3.7.3 Het emissierecht

De officiële versie die de Bank inneemt is feitelijk niets anders dan de uitspraak van het Arbitragehof van 10 december 2003. De Bank stelt dan ook dat zij haar emissierecht niet heeft verloren met de verdwijning van de Belgische frank. De Bank declameert dat de wet haar in het gelijk stelt met de woorden ‘krachtens het Verdrag van Maastricht wordt het emissierecht door de centrale banken van het Eurosysteem uitgeoefend en is het uitgebreid tot het eurogebied in zijn geheel’. Daarnaast ziet de Bank haar stellingname nog versterkt door de uitspraak van de rechtbank van koophandel in haar vonnis van 27 oktober 2005 waarin bevestigd wordt dat de Bank haar emissierecht heeft behouden. Bijgevolg is er dus geen enkele reden waarom de Bank haar reservefonds zou uitkeren. (NBB, 2008l)

3.7.4 De goudreserves

Ook in casu de goudreserves neemt de Bank het standpunt over van de rechtbank van koophandel. De overdrachten van de meerwaarden uit de goudverkopen aan de Schatkist zijn met andere woorden billijk en stemmen overeen met de wet. De rechtbank oordeelde immers dat de goudreserves van een centrale bank verbonden zijn aan het door de Staat toegekende privilege om bankbiljetten uit te geven alsook aan de resultaten van de nationale economie. De goudreserves, die in België door de Bank worden aangehouden en beheerd in het algemeen belang, maken aldus deel uit van de externe reserves van het land. Derhalve is het logisch dat, conform artikel 30 van de organieke wet, de gerealiseerde goudmeerwaarden niet worden opgenomen in de onder de aandeelhouders te verdelen winst. De Bank rondt haar mening af met te zeggen dat haar bestuur en haar inkomsten onderworpen zijn aan een specifiek wettelijk en statutair kader dat geen enkele belegger te goeder trouw kan negeren. Via deze redenering is de cirkel omtrent het wettelijk statuut, de taken van algemeen belang, het emissierecht en de goudreserves perfect gesloten. (NBB, 2008m)

Hoofdstuk 4 Het aandeel NBB in perspectief

Tot dusver hebben we de NBB als bedrijf an sich geanalyseerd. De lezer werd er meermaals op gewezen dat het aandeel NBB reeds meer dan 150 jaar verhandeld wordt op de beurs. In dit licht duidde hoofdstuk drie op de recente conflicten met de minderheidsaandeelhouders. Het opzet van dit hoofdstuk is om hierop verder in te gaan. Vooreerst zullen we aanvangen met een summiere benchmarking. We zullen ons focussen op de twee beursgenoteerde Europese nationale banken. Hierbij zullen we nagaan in welke mate de jaarrekeningen van de Griekse en Belgische Nationale Bank verschillen dan wel gelijkenissen vertonen. We zullen ons in deze analyse toespitsen op de winstverdeling van beide nationale banken. Vervolgens zullen we inzoomen op de historische rendementen van het aandeel NBB. Zo kan bijvoorbeeld nagegaan worden of de argumentatie van de directie van de Bank dan wel die van minderheidsaandeelhouders omtrent het dividend academisch onderbouwd kan worden. Daarna zullen we verdergaan met een kwalitatieve benadering van het aandeel; welke feiten ondersteunen de beursnotering en welke argumenten ondersteunen de reeds eerder geopperde delisting. Tot slot zullen we inpikken op enkele indicatoren die een genuanceerder beeld kunnen geven van het aandeel NBB.

4.1 Analyse NBB versus Bank of Greece

In deze sectie zullen we de jaarrekeningen van de NBB en de Bank of Greece naast elkaar leggen. We zullen in het bijzonder inzoomen op de winsten en winstverdeling van beide nationale banken. Reden hiervoor is de rechtstreekse link met het dividendbeleid. Aangezien we het bestuur en de winstverdeling van de Bank of Greece nog niet uit de doeken hebben gedaan, zullen we hiermee aanvangen, alvorens de jaarrekeningen van beide banken onder de loep te nemen.

4.1.1 Bestuur Bank of Greece

We merkten reeds op dat de structuur van de Bank of Greece te vergelijken is met die van de NBB. De taken die de Bank of Greece uitoefent zijn te vergelijken met deze beschreven onder 2.3. Terwijl het bestuur van de Bank of Greece in handen is van een gouverneur, twee afgevaardigde gouverneurs, negen leden van het directiecomité en een afgevaardigde van de regering. Het Belgische bestuur daarentegen is in handen van acht directieleden. Een opvallender verschil met de NBB is het feit dat de algemene vergadering meer inspraak heeft. Zo kan de algemene vergadering stemmen over de winstverdeling van de Bank of Greece, hetgeen in 1974 ook is gebeurd. Tenslotte dient vermeld te worden dat het overheidsbelang (direct/indirect) in de Bank of Greece statutair maximaal 35% mag bedragen.

4.1.2 Winstverdeling Bank of Greece

De jaarrekeningen worden opgesteld per 31 december van elk jaar en goedgekeurd door de algemene vergadering. De jaarlijkse winsten worden als volgt verdeeld.

Voor winstverdeling worden een aantal kosten standaard van de brutowinst afgetrokken. Het zijn provisies voor dubieuze debiteuren en afschrijvingen op activa. In tegenstelling tot NBB worden bij de Bank of Greece contributies voor het personeel en pensioenfondsen rechtstreeks van de brutowinst afgetrokken.

De jaarlijkse nettowinst wordt daarna als volgt verdeeld (Bank of Greece, 2008b):

1. de aandeelhouders ontvangen een eerste dividend gelijk aan 12% van het maatschappelijk kapitaal
2. van het excedent gaat:
 - a. 50% naar de reserve²⁴;
 - b. 50% naar de Staat
3. sinds 1973 is de reserve volstort en bijgevolg wordt deze 50% van het excedent verder verdeeld onder de Staat en aandeelhouders waarbij de aandeelhouders additioneel een equivalent van 12% van de totale nettowinst ontvangen.

In sectie 2.5.3 belichtten we de winstverdeling van de NBB. Bij beide banken bestaat de traditie om hun dividend uit twee delen samen te stellen. Nochtans is de Griekse winstverdeling minder omslachtig. Opvallend is dat de aandeelhouders van de Griekse bank theoretisch een groter deel van de nettowinst ontvangen. De Griekse NCB keert dan ook gegarandeerd elk jaar 12% van haar totale nettowinst uit aan de aandeelhouders, aangevuld met een equivalent van 12% van het maatschappelijk kapitaal. Bij de Belgische NCB is dit dividend minder transparant samengesteld. Zes procent van het maatschappelijk kapitaal ontvangen de aandeelhouders sowieso en dit wordt aangevuld door een tweede dividend dat door de regentenraad wordt bepaald. De exacte hoogte van dit tweede dividend is niet op voorhand vastgesteld omdat de NBB ieder jaar een lichtelijk hoger dividend wenst uit te keren. In wat volgt zullen we nagaan welk percentage van haar nettowinst de NBB en de Bank of Greece de laatste jaren uitkeerden aan haar minderheidsaandeelhouders.

4.1.3 De jaarrekeningen 2005-2006 onder de loep

In figuur 4.1 hebben we een vergelijkende tabel opgenomen die een vereenvoudigde balans en resultatenrekening voor de boekjaren 2005-2006 voorstelt. Hieruit is duidelijk te zien dat de balansstructuur van de NBB sterker is - voornamelijk door een hoger totaal aan vorderingen binnen het Eurosysteem. De NBB is daarenboven vrij van overheidsschuld. De Bank of Greece heeft wel overheidsschulden en klokt af op een lager balanstotaal.

Beide banken kunnen een haast identieke resultatenrekening voorleggen, met uitzondering de NBB die in 2005 een uitzonderlijk hoge winst behaalde dankzij een dito hoge opbrengst aan wisselkoersresultaten.

²⁴ 50% van het excedent werd gestort in het reservefonds tot het moment waarop het reservefonds een gelijk niveau bereikt als het maatschappelijk kapitaal. Dit werd in boekjaar 1973 bereikt; als gevolg besloot de algemene vergadering in 1974 dat deze regel zou worden verfijnd zoals terug te vinden is onder 3.

Maar de manier waarop de beide NCB's hun winst verdelen verschilt sterk. Terwijl de Griekse nationale bank 7 tot 9% meer winst uitkeert aan haar aandeelhouders²⁵, reserveert zij amper een achtste van hetgeen de NBB toekent aan haar eigen reserves. De reden hiervoor is dat de Bank of Greece een politiek navolgt van het niet oppotten van winsten in haar reserves en dit sinds boekjaar 1973, toen het niveau aan reserves het maatschappelijk kapitaal heeft geëvenaard. Het feit dat de algemene vergadering over dit voor de NBB heikel punt heeft kunnen stemmen en de Staat geen blokkerende meerderheidsstem heeft in dit debat lijkt ons hier niet vreemd aan te zijn.

Figuur 4.1 Vergelijking balans, resultatenrekening en winstverdeling NBB versus Bank of Greece voor boekjaar 2005-2006

(duizenden euro's)			Boekjaar 2006		Boekjaar 2005	
Balans (verkort)	NBB	Bank of Greece	NBB	Bank of Greece	NBB	Bank of Greece
goud en goudvorderingen	3.533.260	2.210.725	3.183.132	1.938.504		
totaal vorderingen	31.389.928	4.084.809	30.018.689	5.153.191		
kredietverlening kredietinstellingen eurogebied	39.910.452	4.795.146	28.950.433	2.354.018		
waardepapieren	4.479.265	6.298.382	4.672.397	7.253.276		
overige activa	3.463.490	8.791.770	2.542.385	6.464.023		
overheidsschuld		8.744.528		8.786.178		
balanstotaal	82.776.395	34.925.360	69.367.036	31.949.190		
resultatenrekening (verkort)						
netto-inkomsten	725.301	830.853	1.125.936	610.800		
totale kosten	481.229	586.218	767.006	382.340		
nettowinst	244.072	244.635	358.930	228.459		
winstverdeling (%)						
aandeelhouders	11,47	18,83	7,63	16,95		
statuaire reserves	64,18	7,77	68,01	9,74		
staat	16,36	73,40	16,37	73,31		
personeel	7,99		7,99			

Bron: Eigen samenstelling op basis van NBB (2007b, 2006) en Bank of Greece (2007, 2006)

Opvallend is wel dat de NBB haar personeel laat participeren in de winst. Desalniettemin ontvangt ook het Griekse personeel indirect een deel van de winst. Deze bijdragen voor het personeel en het pensioenfonds worden evenwel afgetrokken van de bruto-winst, maar kunnen niet gelijk gesteld worden aan de directe winstdeelname van de NBB.

²⁵ Om een algemeen overzicht te kunnen geven werden de absolute uitkeringen aan de aandeelhouders omgerekend in % van de nettowinst. Zowel bij NBB als bij Bank of Greece gebeurt de werkelijke berekening van het dividend in twee fasen, waarbij telkens één fase in functie is van het maatschappelijk kapitaal. In figuur 4.1 daarentegen werd de procentuele winstverdeling van de aandeelhouders omgezet naar % van de nettowinst. Dit wordt gerechtvaardigd door het feit dat het uitgekeerde dividend wordt bekostigd uit de nettowinst, ook al wordt in de berekening ervan rekening gehouden met een percentage van het maatschappelijk kapitaal.

Deze ‘verkapte winstdeelname’ van het personeel zit bijgevolg verscholen in de totale kosten en kan door de gebrekkige toelichtingen niet vergeleken worden met de Belgische.

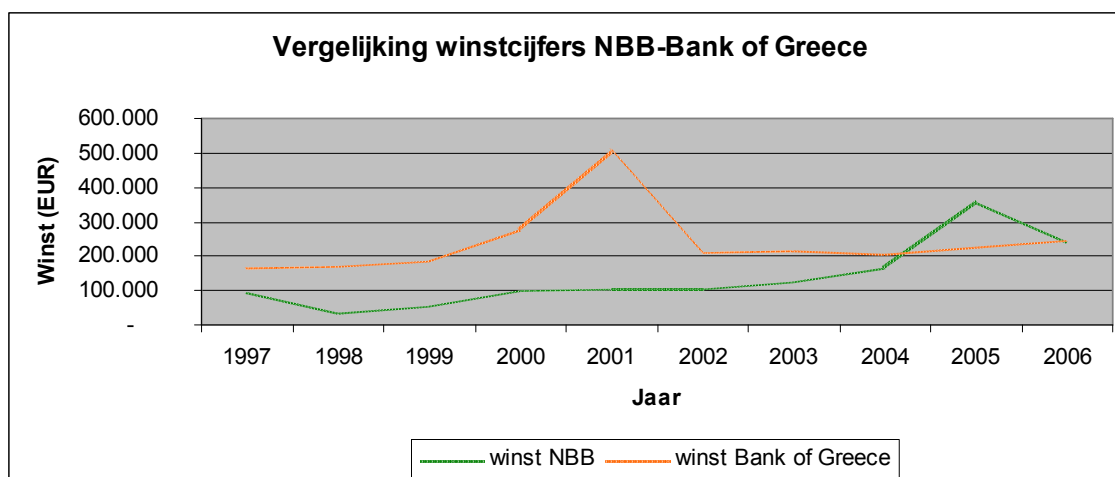
Tenslotte dient opgemerkt te worden dat hoewel de Bank of Greece een groter proportioneel deel van haar nettowinst aan de Staat uitkeert, de NBB reeds een groot deel van haar bruto-opbrengsten aan de Staat uitkeert. Bijgevolg gaat bij de resultaatverwerking een deel via de kostenrekening naar de Staat, met name 56,5 miljoen euro voor boekjaar 2006 (140 miljoen euro voor boekjaar 2005), terwijl we een dergelijke kostenpost niet terugvonden bij de Bank of Greece. Hieruit kunnen we concluderen dat ogenschijnlijk de Griekse Staat meer opstrijkt van de nettowinst, maar dat de Belgische Staat een groot deel van de koek reeds verwerft alvorens de nettowinst wordt verdeeld. (Bank of Greece, 2007, blz. 294-296; NBB, 2007b, 72-76; 2008b)

Uit figuur 4.1 leren we dat hoewel de balansstructuur danig verschilt er toch door beiden een vrij gelijkaardige winst gepuurd wordt uit hun activiteiten. Bijgevolg is de totaal verschillende visie tussen beide nationale banken op de winstverdeling opvallend. Verder is er geen reden om aan te nemen dat de Griekse Staat minder opbrengsten genereert uit haar centrale bank dan de Belgische overheid. Wel in het oog springend, is de discrepantie in het dividendbeleid. Terwijl de Griekse bank dit in sterke mate laat afhangen van haar nettowinst, wordt dit bij de Belgische NCB sterk bepaald door de regentenraad. Bovendien is het minimumpercentage dat de Griekse NCB uitkeert dubbel zo hoog als bij de NBB. De conclusies die we tot dusver bekwamen zijn gebaseerd op een momentopname van twee boekjaren in combinatie met de theoretische winstverdeling. In wat volgt zullen we nagaan of we deze conclusies met betrekking tot de winstverdeling en de impact op het dividendbeleid kunnen doortrekken voor een langere periode. We mogen immers niet uit het oog verliezen dat de minderheidsaandeelhouders opwerpen dat de NBB een veel te stringent dividendbeleid voert en een te kleine fractie van haar winst uitkeert aan haar aandeelhouders.

4.1.4 De winsten en dividenden van 1998-2006 onder de loep

Aangezien het jaar 2005 qua inkomsten vrij uitzonderlijk was voor de NBB, hebben we in figuur 4.2 een vergelijking gemaakt tussen de winsten van beiden nationale banken over de afgelopen tien jaar. Hierin zien we meteen dat de hoge winst in het boekjaar 2005 een uitschieter was voor de NBB, terwijl de Bank of Greece tijdens de boekjaren 2000-2001 dan uitzonderlijk hoge winsten boekte²⁶. Blijkbaar heeft de Belgische nationale bank ondertussen een stevige inhaalbeweging gemaakt op haar Griekse collega. Zo zien we dat sinds 2004 de winsten van beide NCB's in elkaars verlengde liggen. Meer nog, de trendlijn van de algemene winststijging van de NBB gaat steiler omhoog dan de Griekse. Opmerkelijk is wel de enorm sterke terugval van de Griekse winst die voornamelijk verklaard wordt door de sterke daling van de opbrengsten uit netto rentegevende activa en de financiële operaties.

Figuur 4.2 Vergelijking winstcijfers NBB versus Bank of Greece



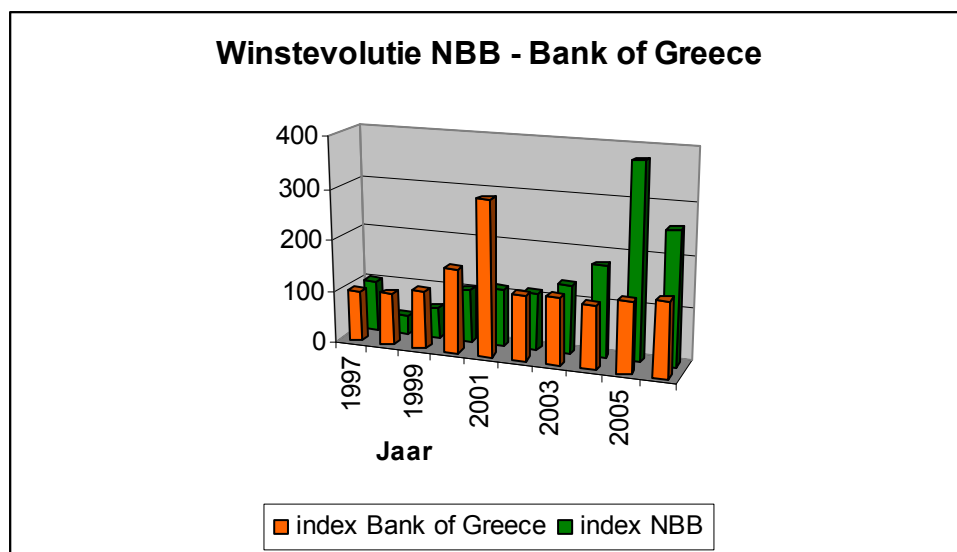
Bron: Eigen samenstelling op basis van jaarverslagen NBB/Bank of Greece 1998-2007

Uit figuur 4.2 kunnen we concluderen dat de Griekse NCB een sterkere volatiliteit met betrekking tot haar winstcijfers vertoont dan de Belgische, terwijl de Belgische - met uitzondering van boekjaar 2005 - een conservatief mooi stijgende trend volgt. In figuur 4.2 is de visuele weergave van de winst helaas beperkt, aangezien we de relatieve stijging ten opzichte van 1997 moeilijk kunnen aflezen.

²⁶ Aangezien deze uitschieters in de winst bij beide banken zo significant zijn, kan men gerust stellen dat geen van deze centrale banken zich inliet earnings management, bijvoorbeeld via het aanleggen van een big bath provisie; een techniek die doorgaans net wordt aangewend om een egaal stijgend winstpatroon in de boeken te vertonen. (Jorissen, 2005, blz. 773-777)

Figuur 4.3 heeft deze absolute winstcijfers omgevormd tot een indexgrafiek. In deze figuur is het winstcijfer van het basisjaar 1997 gelijkgesteld aan 100 en meteen wordt de sterke winststijging van de NBB in relatieve termen tijdens het afgelopen decennium duidelijk zichtbaar. Procentueel gezien kende de Belgische nationale bank bijgevolg een sterke winststijging, terwijl de Griekse winst quasi ter plaatse bleef trappelen.

Figuur 4.3 Vergelijking relatieve winstcijfers NBB versus Bank of Greece



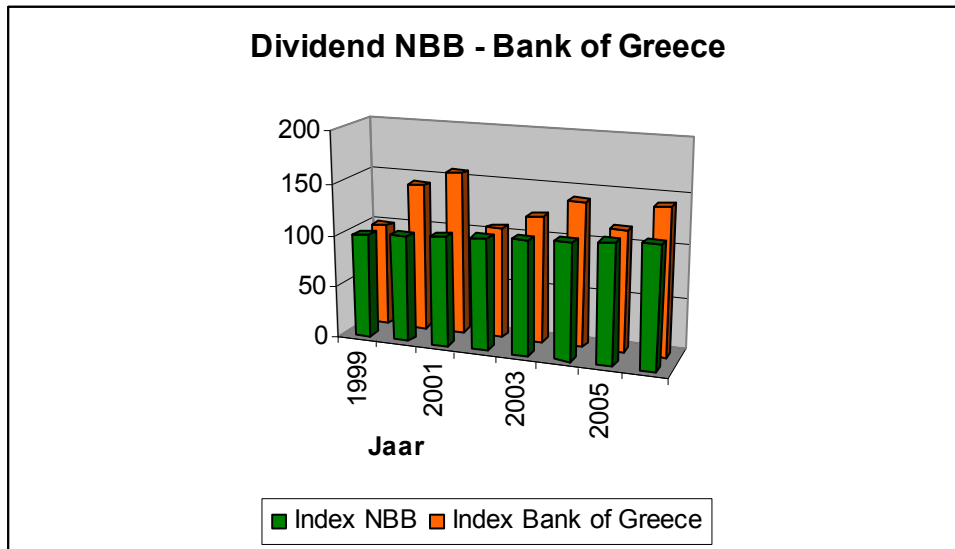
Bron: Eigen samenstelling op basis van jaarverslagen NBB/Bank of Greece 1998-2006

Tot dusver merkten we op dat in termen van relatieve stijging de winstcijfers van de Bank sterker presteerden. Hierna zullen we het dividend van de beide NCB's van naderbij bekijken. Weerom is er geopteerd om deze dividenden²⁷ om te zetten naar relatieve cijfers. Het dividend van het boekjaar 1999 dient zich dan ook aan als referentiedividend en werd gelijkgesteld aan 100. Niet zonder reden kozen we ditmaal voor 1999 als basisjaar in plaats van consequent het jaar 1997 te kiezen. In 1998 waren er immers slechts 2.979.733 Griekse aandelen, terwijl er sinds januari 2000 een aandelensplit werd doorgevoerd, waardoor 12% van het geplaatst kapitaal plots een kleinere slok van het totaal uitgekeerde dividend voorstelde per aandeel. Er werd immers niks veranderd aan het artikel 71 uit de statuten. Hierdoor viel het totaal uitgekeerde dividend per aandeel terug, waardoor 1998 als basisjaar een vertekende grafiek zou opgeleverd hebben.

²⁷ De dividenden van de Bank of Greece 1999-2000 werden weergegeven in Griekse drachmen en werden omgerekend aan een koers van € 1 = 340.75 Griekse drachmen.

Door te kiezen voor 1999 als basis 100 voor de index kan dan ook een juistere vergelijking opgebouwd worden, aangezien de Bank of Greece in haar jaarverslag van 1999 reeds rekening hield met deze herberekening. (Bank of Greece, 2000, blz. 15)

Figuur 4.4 Vergelijking relatief dividendbeleid NBB versus Bank of Greece



Bron: Eigen samenstelling op basis van jaarverslagen NBB/Bank of Greece 1998-2006

In figuur 4.4 merken we op dat het dividendbeleid van de NBB niks anders is dan hetgeen we tot dusver gezien hebben. Het dividend blijkt duidelijk ieder jaar lichtjes toe te nemen om op die manier niet aan koopkracht te hoeven inboeten. Onder 3.3.4.3 werd dit dividendbeleid reeds toegelicht. De Bank of Greece daarentegen kent eerder een fluctuerend dividend. Het feit dat het dividend voor de Bank of Greece in de periode 2000-2001 opmerkelijk hoger is, wordt verklaard door de forse winsttoename in figuur 4.3. De Griekse centrale bank kende in die periode immers een gigantische sprong in haar winst. Daarnaast voerde de Bank of Greece in januari 2002 een kapitaalverhoging door van 16,9 miljoen euro via het creëren van 2.979.733 nieuwe aandelen. Dit gekoppeld aan het feit dat de winst daarna weer terugviel, vertaalt zich bijgevolg ook in een lager dividend. Tot slot merken we ook in 2005 een lichte terugval in het dividend, hetgeen verklaard wordt door de uitgifte van 3.972.977 nieuwe aandelen. (Bank of Greece, 2003, blz. 14; Bank of Greece, 2006, blz. 18)

Uit figuur 4.3 bleek dat de winsten van de NBB het laatste decennium sterk zijn opgelopen, terwijl het uitgekeerde dividend jaarlijks lichtjes steeg (figuur 4.4). Wanneer we dit koppelen aan de wijze van berekening van het dividend in termen van de nettowinst bekomen we een logische, maar op het eerste zicht vreemde uitkomst. In figuur 4.5 zien we dat wanneer we het uitgekeerde dividend vergelijken met de behaalde nettowinst, de NBB eind jaren negentig gigantische percentages van haar nettowinsten uitkeerde aan haar aandeelhouders, velen malen meer dan de Bank of Greece. Terwijl de Bank of Greece jaar na jaar meer winst procentueel ging uitkeren, leek de NBB te snoeien in haar uitgekeerde dividend. Anders gesteld volgt het uitgekeerde dividend de winstgroei van de Griekse NCB, terwijl de aandeelhouders van de NBB niet konden genieten van de stijgende winst. Het feit dat de Griekse NCB haar dividendbeleid sinds 2002 voornamelijk afstemt op haar winst (12%-regel) en de NBB haar dividend in grote mate laat bepalen door de regentenraad, los van de behaalde winst, verklaart de tegengestelde richting die beide percentages uitgaan.

Figuur 4.5 Ontvangen dividend in vergelijking met de nettowinst voor boekjaar 1997-2006

	Boekjaar 2006		Boekjaar 2005		Boekjaar 2004		Boekjaar 2003		Boekjaar 2002	
winstverdeling (%)	NBB	B o G	NBB	B o G	NBB	B o G	NBB	B o G	NBB	B o G
aandeelhouders	11,47	18,83	7,63	16,95	15,81	16,51	20,45	13,65	24,01	12,29
	Boekjaar 2001		Boekjaar 2000		Boekjaar 1999		Boekjaar 1998		Boekjaar 1997	
winstverdeling (%)	NBB	B o G	NBB	B o G	NBB	B o G	NBB	B o G	NBB	B o G
aandeelhouders	23,86	5,70	24,91	5,34	42,1	5,68	65,69	4,56	24,58	3,58

Bron: Eigen samenstelling op basis van jaarverslagen NBB/Bank of Greece 1997-2006

4.1.5 Besluit

Samenvattend kunnen we stellen dat de Bank of Greece eveneens een tweeledig dividend uitkeert: een zogeheten dividend op kapitaal en een hoger additioneel dividend gebaseerd op de nettowinst. Uit figuur 4.1 bleek reeds dat de Griekse nationale bank een hoger totaal percentage - in termen van haar nettowinst berekend - uitkeert aan haar aandeelhouders, met name een eerste dividend van 12% op haar kapitaal en additioneel 12% van haar nettowinst. In tegenstelling tot de dividendpolitiek van de NBB is deze van de Griekse nationale bank transparanter. De NBB betaalt immers een eerste dividend van 6% op haar maatschappelijk kapitaal, het tweede wordt door de regentenraad bepaald en dit zo dat ieder jaar een hoger totaaldividend kan uitgekeerd worden.

De Bank of Greece betaalt dus procentueel een hoger bedrag uit, dat in sterke mate bepaald wordt door de nettowinst. De NBB daarentegen kent een dergelijk ruime bepaling niet. Zoals blijkt uit figuur 4.5 keert de NBB jaarlijks minder van haar nettowinst uit aan haar minderheidsaandeelhouders. In dit kader blijkt dat de Bank of Greece net meer uitkeert. Beide banken hebben immers een tegenovergestelde dividendpolitiek die finaal tot verschillende resultaten leidt. Op de keper beschouwd hebben de minderheidsaandeelhouders van de Bank een punt: de NBB keert een veel kleinere fractie van haar nettowinst uit dan haar Griekse collega. Desalniettemin is dit dividendbeleid statutair bepaald, waardoor aandeelhouders dienen te weten dat hun dividend niet zal meedrijven op de ‘bedrijfswinst’. Op de laatste algemene vergadering – 31 maart 2007 – gaf de directie aan te willen nadenken over een wijziging van haar dividendbeleid, zonder hierop in detail in te gaan. De tijd zal dan ook uitwijzen of de Bank haar uitgekeerde dividend zal verhogen in functie van haar behaalde nettowinsten. Feit blijft dat jaar na jaar er meer winst naar de reserves gaat en hierdoor rechtstreeks wordt onttrokken aan de aandeelhouders. (Bank of Greece, 2008b; De Tijd, 2008).

4.2 Return aandeel NBB

In hoofdstuk één hebben we een visuele weergave gemaakt van zowel de koersen als van de dividenden van de Bank. In hoofdstuk drie merkten we dan weer het ongenoegen van de minderheidsaandeelhouders, niet in het minst omwille van de volgens hen te lage return van het aandeel. In het verlengde stelt Deminor dat het uitgekeerde dividend de inflatie niet volgt, waardoor de Bank haar belofte in dit licht niet nakomt. Om deze redenen is het stilaan tijd om dit alles samen te zetten en ten gronde na te gaan wat nu het werkelijke totaal- en dividendrendement is van het aandeel NBB.

Zoals we in sectie 4.1 het aandeel NBB benchmarkten met de Bank of Greece zullen we in deze sectie het aandeel vergelijken met de SCOB-20, om op die basis een uitspraak te kunnen doen over het rendement van het aandeel, het al dan niet evenaren van de inflatie door het dividend en de risicograad van het aandeel NBB.

4.2.1 De SCOB-20 versus NBB

De return van het aandeel berekenen is één zaak, een andere is het benchmarken van het resultaat. Hiervoor lijkt het vergelijken met een index van Belgische aandelen een goed alternatief. De Belgische beursindex BEL-20 is hiervoor niet opportuun. Deze index dateert immers van 1991, terwijl het aandeel NBB sinds 1851 beursgenoteerd is. Om deze reden zal het resultaat vergeleken worden met een minder bekende index, met name de SCOB-20. De SCOB-20 is een referentiemaatstaf die de 'BEL-20' berekeningen doortrekt naar het jaar 1832. Bij deze berekening werd enkel rekening gehouden met de "common-stock"-aandelen, niet met kapitaal aandelen en gewone aandelen allerhande zoals oprichtersaandelen, genotsaandelen, dividendaandelen en bevoorrechte aandelen. In bijlage V zijn twee grafieken opgenomen die enerzijds het aantal uitstaande aandelen op de Brusselse beurs weergeven en anderszijds een grafiek die de dekking van de SCOB-20 naar marktkapitalisatie weergeeft. De SCOB-20 omvat immers de belangrijkste aandelen op basis van marktkapitalisatie op 31 december. In functie hiervan werd de samenstelling jaarlijks bijgesteld. In bijlage V is dan ook terug te zien dat de SCOB-20 een mooi percentage van de uitstaande aandelen op de Brusselse beurs doorheen de tijd omvat. (Annaert e.a., 2007, blz. 302-307)

4.2.2 Berekening rendement aandeel NBB

Bij de bepaling van het rendement en de standaarddeviatie werd er een bepaald stramien gevolgd. In eerste instantie werden de maandelijkse kapitaalwinsten en totale returns (inclusief dividend) berekend. Daarna werden deze reeksen via een kettingindex aan elkaar gekoppeld, zodat twee cumulatieve indexen worden opgebouwd, maand na maand. Omdat maandelijkse gegevens over een dermate lange periode te detailrijk zijn, werden deze indexen omgezet naar jaarlijkse, zodat de jaarwinsten er konden uitgepuurd worden.

Vervolgens dienen de opbrengsten van het aandeel NBB en de SCOB-20 gezuiverd te worden van inflatie. De reden hiervoor is immers de muntontwaarding doorheen de tijd die een foutief beeld geeft van het rendement.

Aangezien het aandeel NBB lange tijd genoteerd heeft onder de Belgische munteenheid en de Belgische frank voornamelijk sinds 1914 sterk ontwaarde²⁸, is dit aandeel zeer sterk onderhevig aan inflatie. In een notendop kan gesteld worden dat 100 Belgische frank uit 1832 het equivalent vertegenwoordigde van 20.000 frank in 2005. Dit maakt duidelijk dat ook de koersen van de NBB hiervoor moeten gecorrigeerd worden, wil men een exact beeld krijgen over het rendement van dit aandeel. Om deze reden moeten de figuren uit hoofdstuk één dan ook met de nodige korrel zout genomen worden, aangezien deze louter het nominale koersverloop weergeven. (Buelens, 2008)

Het verwijderen van een dergelijk inflatie-effect gebeurt praktisch door nominale data om te vormen tot reële. Hiervoor dient men te beschikken over een set nominale data en een overeenstemmende prijsindex, in dit geval een inflatie-index²⁹. In het geval van de NBB bestaat de nominale dataset uit de jaarlijkse (totale) rendementen. De overeenstemmende inflatie-index omvat de jaarlijkse Belgische inflatiecijfers op basis van de kleinhandelsprijzen startend voor het aandeel NBB in februari 1851. Het delen van de nominale data door deze deflator levert de reële data op, waardoor het resultaat vrijgesteld is van inflatie. (Federal Reserve Bank of Dallas, 2008)

Eens deze resultaten berekend zijn, werden zij gegroepeerd voor meer relevante periodes. Zo is er traditioneel de decenniumindeling, maar ook enkele andere, langere periodes werden toegelicht. De resultaten die hierdoor bekomen werden zijn weergegeven in figuur 4.6. In deze figuur vinden we zowel de reële rendementen voor het aandeel NBB terug als de reële rendementen voor dezelfde perioden voor de SCOB-20 index. Meteen wordt ook het voordeel van het berekenen van het rendement van het aandeel NBB op dezelfde wijze als de SCOB-20 duidelijk. Zoals werd vooropgesteld hebben we hierdoor een perfecte vergelijkingsbasis; het aandeel NBB over dezelfde perioden en op dezelfde wijze berekend als het gemiddelde van de 20 belangrijkste Belgische bedrijven.

²⁸ Aangezien voor Wereldoorlog I de koppeling aan de goudstandaard een feit was, werd deze periode gekenmerkt door een aaneenrijgen van inflatie en deflatie, met als gevolg een nettoresultaat van haast gelijkblijvende muntwaarde. Op deze wijze was er tot 1914 een zeer grote prijsstabiliteit, na 1914 onderging de BEF een enorm ontwaardingsproces, mede door meerdere perioden van grote inflatie. (Annaert e.a. , 2007, blz. 305; De Clercq, 1992, blz. 202).

²⁹ Bij een inflatie van bijvoorbeeld 0.5% zal de inflatie-index 1,005 bedragen.

Tot slot dient opgemerkt te worden dat in de berekening van de returns gedurende de periode van WO I een assumptie gemaakt werd met betrekking tot de betaaldata van de dividenden. Dat er an sich dividenden zijn uitgekeerd staat vast, evenals de hoogte ervan. Enkel met betrekking tot de betalingsdatum werd er aangenomen dat deze dezelfde zijn als de betaaldata van de voorgaande jaren. Immers vóór WO I zijn er slechts een beperkt aantal koersen ter beschikking en ontbreken de exacte betaaldata van de dividenden. Om deze reden zijn deze dividenddata ingevuld naar analogie met de andere ex-coupondata. Indien deze data sterk zouden verschillen van de veronderstelde, kan dit een licht effect hebben op de rendementen. Voor WO II daarentegen stelt deze problematiek zich niet, aangezien de beurs toen maar beperkt gesloten was. (Buelens, 2008; De Clercq, 1992, blz. 202-203)

Figuur 4.6 Vergelijking return aandeel NBB versus SCOB-20

Periode	Geometrisch gemiddelde		Rekenkundig gemiddelde		Standaarddeviatie		Dividend yield	
	NBB	SCOB-20	NBB	SCOB-20	NBB	SCOB-20	NBB	SCOB-20
1851-1860	7,36	8,54	8,68	9,48	17,81	14,5	4,27	4,92
1861-1870	8,38	3,57	8,56	3,76	6,27	6,31	5,59	5,37
1871-1880	11,69	5,46	12,93	6,09	16,61	11,38	3,62	4,44
1881-1890	5,45	3,38	5,56	3,54	4,8	5,8	3,83	3,93
1891-1900	4,41	4,77	4,65	5,1	7,14	8,04	3,84	5,47
1901-1910	6,87	4,78	7,34	5,47	10,25	12,11	3,7	4,1
1911-1920	-13,43	-11,1	-9,13	-6,19	29,84	33,51	2,9	2,71
1921-1930	5,39	4	6,69	8,58	16,8	29,98	4,53	3,41
1931-1940	-2,52	-5,54	-2,04	-2,5	9,66	25,4	4,38	4,03
1941-1950	-0,17	-3,48	2,62	-0,31	24,38	25,25	3,98	2,22
1951-1960	16,08	10,97	18,24	12,3	22,78	17,07	4,06	4,33
1961-1970	3,22	2,23	3,61	3,08	9,34	12,99	4,2	4,29
1971-1980	-1,13	-1,81	-0,69	-0,38	9,04	15,73	4,46	5,61
1981-1990	7,94	12,32	9,1	15,53	15,95	27,33	4,89	7,47
1991-2000	6,77	8,65	7,9	10,49	15,52	20,15	3,87	3,15
2001-2005	18,22	4,45	20,39	6,19	23,61	18,57	2,04	2,24
1871-1914	6,09	4,59	6,66	5,01	11,23	9,45	3,79	4,47
1921-1939	0,73	-1,01	1,71	2,46	14,49	26,47	4,53	3,73
1946-1960	13,37	4,86	15,96	7,12	24,34	21,01	5,4	4,02
1961-1980	1,02	-0,16	1,46	1,05	9,44	14,8	4,33	4,95
1951-2005	7,45	7,65	8,79	9,49	17,77	19,98	4,09	4,71
1981-2005	9,44	10,87	10,88	13,22	18,24	23,05	3,91	4,79
1851-1914	6,64		7,27		11,97		4,15	
1921-2005	5,07	4,15	6,54	6,67	18,22	22,79	4,16	4,16
1851-2005	4,63		6,08		17,64		4,07	
1900-2000	2,66	2,72	4,38	5,44	18,99	23,81	4,1	4,1
1832-1914		4,18		4,84		11,44		4,35
1832-2005		3,49		5,39		19,8		4,07

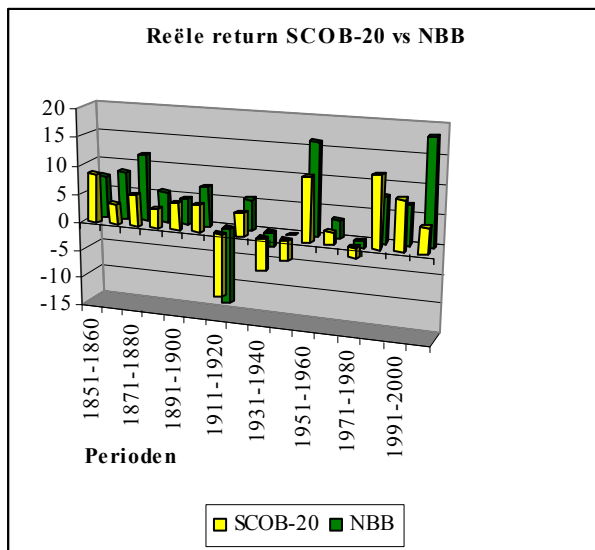
Bron: (SCOB, 2008)

Wanneer we figuur 4.6 van naderbij bestuderen vallen meteen een aantal subperiodes op. Zo zien we dat het totale reële rendement van het aandeel NBB voor de periode 1911-1920 sterk rood gekleurd is. In het zelfde licht zien we dat de periodes 1931-1940, 1941-1950 en 1971-1980 evenmin bijster gunstige periodes waren voor de aandeelhouders van de Nationale Bank van België. Uiteraard hoeft dit niet te verbazen; niet toevallig zijn dit meteen ook de zwarte economische periodes uit de vorige eeuw. Wereldoorlogen en crisisjaren hadden immers hun globale impact op de beursvloer, getuige ook de evenzeer negatieve returns voor de SCOB-20. Figuur 4.7 visualiseert de reële rendementen per periode. Opvallend zijn niet enkel de negatieve perioden, maar eveneens de talrijke positieve.

In zijn begindecennia presteerde het aandeel NBB bijzonder goed en ging het duidelijk veel harder dan de doorsnee Belgische bedrijven. De koers van de Bank ging in die beginjaren sterk omhoog, de Bank keerde een stevig dividend uit en de Belgische inflatie was miniem; allemaal factoren die ervoor zorgden dat het aandeelrendement zo sterk presteerde. Een ommekeer komt er slechts vanaf de aanloop naar Wereldoorlog één. Een halve eeuw heeft het aandeel NBB beter gepresteerd dan de SCOB-20. Maar ook in de nasleep van WO I ging de Bank op haar elan van voor de Grote Oorlog verder. Dit duurde tot haar ambities weer gefnuikt werden door de volgende mondiale crisis.

Daarentegen bleken de jaren vijftig ravissant voor de aandeelhouders van de Bank. Een gemiddelde return van 16,08% kan deels verklaard worden door de sterk oplopende winsten van de Bank dankzij haar seigneuriagerecht en wisselkoersresultaten. Daarnaast bleken ook de toegenomen interesse in de beurs - van voornamelijk de gewone belegger - en de internationale conjunctuurherleving van 1954-1956 een doorslaggevend argument voor sterke beursprestaties. Tijdens de jaren vijftig kende de beurs noch spectaculaire hausses, noch dramatische beurscrisissen. Samengevat waren de jaren vijftig gouden jaren voor de beurs, met in het bijzonder voor het aandeel NBB dat voor dit decennium afklokt op een reëel rendement van 16,08% ten opzichte van 10,97% voor de SCOB-20. (De Clercq, 1992, blz. 316-317)

Figuur 4.7 Reële return SCOB-20 versus NBB



Bron: Eigen samenstelling op basis van (SCOB, 2008)

De meest in het oogspringende periode voor het aandeel NBB is meteen ook de meest recente, met name 2001-2005. De verklaring hiervoor is al deels uit de doeken gedaan. Zoals er in hoofdstuk drie op werd gewezen komen de minderheidsaandeelhouders in 2002 op het voorplan. Hun eisen en verklaringen werpen immers een heel ander licht op het anders zo rustige aandeel NBB. Deze commotie werd ook opgevangen door andere beleggers die in het aandeel NBB een mooie prooi zagen; een sterk ondergewaardeerd aandeel werd op gejuich onthaald.

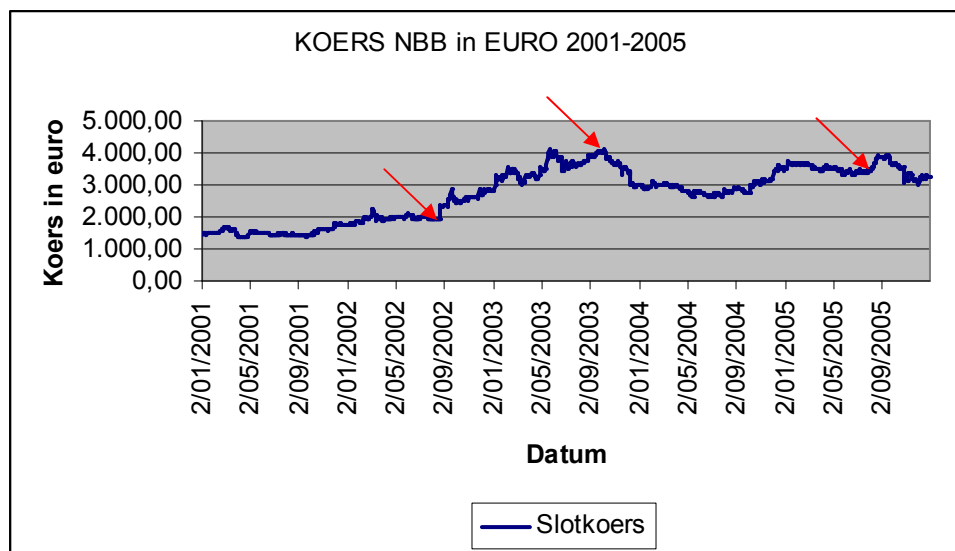
4.2.2.1 De speculatieve periode 2001-2005

In hoofdstuk drie gingen we in detail in op de problematiek van de minderheidsaandeelhouders. Hier zullen we ons beperken tot het vertalen van deze gebeurtenissen naar het koersverloop van het aandeel. Vooreerst is het duidelijk dat het aandeel NBB gedurende de eerste drie kwartalen van 2001 noteerde tegen een quasi constante koers van 1.500 euro per aandeel. Slechts gedurende het laatste kwartaal begon de koers gestaag te stijgen. De echte start van de hausse dateert van 23 augustus 2002. Niet per toeval het tijdstip waarop Deminor zijn bodemprocedure startte. Beleggers gingen mee in de strijd van het advieskantoor en speculeerden op het behalen van een overwinning waarin het reservefonds aan de aandeelhouders te beurt zou vallen. Hierdoor zou de koers in minder dan een jaar tijd meer dan verdubbelen tot 4.000 euro.

De mediastilte die volgt na deze hausse doet de aanhoudende stijging van het aandeel begin september 2003 omslaan in een correctie, een correctie die in december 2003 wordt versneld door de uitspraak van het Arbitragehof inzake de wet van 2 juli 2002. Het zou daarna duren tot oktober 2004 eer het aandeel weer door de 3.000 eurogrens breekt.

Een laatste steile heropleving dateert van augustus 2005. Deze is te verklaren door de hoopvolle verwachting van beleggers inzake de uitspraak van de rechtbank van koophandel. Het feit dat deze rechtbank de beleggers in het ongelijk stelt, doet de koers vervolgens weer corrigeren richting 3.000 euro, meteen ook de koers waarrond het aandeel NBB anno 2008 gemiddeld verhandeld wordt. Alhoewel het aandeel eind 2005 noteert tegen een koers van iets meer dan 3.000 euro, terwijl diezelfde koers anno 2001 slechts 1.500 euro bedroeg. Dit, gekoppeld aan het jaarlijkse dividend, verklaart waarom het aandeel in deze korte tijdsperiode een reële return haalt van 18,22%. Een des te opvallender resultaat aangezien de aanvang van de 21^{ste} eeuw door de beurzen moeizaam verteerd werd in de nasleep van de dotcom-bubbel. De beurzen gingen algemeen lager tijdens de periode 2001-2003, terwijl de NBB net dan zijn sterkste stijging uit haar geschiedenis kende. Meteen verklaart dit ook de sterke discrepantie met de SCOB-20 die slechts afklokt op een return van 4,45% voor dezelfde periode.

Figuur 4.8 Koers Nationale Bank van België periode 2001-2005



Bron: Eigen samenstelling op basis van de nominale koersgegevens van Compugraphics (2008)

4.2.3 Berekening risico aandeel NBB

Tot dusver hebben we enkel een uitspraak gedaan over het rendement van het aandeel NBB. Nochtans kunnen we het rendement van een aandeel niet loskoppelen van haar risico. Een aandeel wordt namelijk interessanter bij een omgekeerd evenredig verband tussen rendement en risico. Vandaar zullen we nagaan hoe de balans rendement-risico uitvalt voor het aandeel NBB.

4.2.3.1 De standaarddeviatie van het aandeel NBB

Het risico van een aandeel zullen we klassiek aftoetsen aan haar standaarddeviatie. Hoe volatieler het rendement fluctueert, hoe risicovoller het aandeel. Kolom drie uit figuur 4.6 is dan ook niks anders als de berekende standaarddeviatie van de jaarlijkse rendementen voor de gelijknamige tienjarige perioden. Zo bleken de perioden 1911-1920, 1941-1950, 1951-1960 en 2001-2005 de meest volatiele perioden voor het aandeel. Niet toevallig turbulente tijden voor het aandeel. Belangrijker is evenwel deze standaarddeviaties te linken met het behaalde rendement, hetgeen zal gebeuren aan de hand van de Sharpe ratio.

4.2.3.2 De Sharpe ratio

De Sharpe ratio is een maatstaf voor de risicopremie per eenheid risico in een investering. Bijgevolg zullen we deze maatstaf toepassen op enerzijds het aandeel NBB en anderzijds de SCOB-20 via de formule $S = \frac{(R - R_f)}{\sigma}$. Als risicovrije opbrengst zullen we het reële rendement nemen uit obligaties, berekend volgens Dimson. (Bodie, Kane & Marcus, 2005, blz. 984; Dimson, 2002, blz. 236)

De resultaten van deze uitwerking zijn weergegeven in figuur 4.9. Hierbij werd de Sharpe ratio per decennia berekend voor de periode 1900-2000. Exact vijf decennia was de Sharpe ratio van de NBB hoger dan die van de SCOB-20, in de overige gevallen was hij lager. In drie gevallen bleek de Sharpe ratio sterker negatief te zijn dan de SCOB-20, in twee gevallen was de ratio lager. Omdat dit alles niet leidt tot een éénduidig besluit, hebben we eveneens de Sharpe ratio berekend voor de ganse periode 1900-2000, waaruit blijkt dat de NBB een iets hogere (0,16) ratio optekent dan de SCOB-20 (0,13).

Figuur 4.9 Berekening Sharpe ratio 1900-2000

Periode	Standaarddeviatie		Geometrisch gemiddelde		Reële return Dimson Belgische Bonds	Sharpe ratio	
	NBB	SCOB-20	NBB	SCOB-20		NBB	SCOB-20
1901-1910	10,25	12,11	6,87	4,78	1,4	0,53	0,28
1911-1920	29,84	33,51	-13,43	-11,1	-12,7	-0,02	0,05
1921-1930	16,8	29,98	5,39	4	-3,8	0,55	0,26
1931-1940	9,66	25,4	-2,52	-5,54	4,1	-0,69	-0,38
1941-1950	24,38	25,25	-0,17	-3,48	-6,5	0,26	0,12
1951-1960	22,78	17,07	16,08	10,97	1,2	0,65	0,57
1961-1970	9,34	12,99	3,22	2,23	-0,6	0,41	0,22
1971-1980	9,04	15,73	-1,13	-1,81	0	-0,13	-0,12
1981-1990	15,95	27,33	7,94	12,32	7	0,06	0,19
1991-2000	15,52	20,15	6,77	8,65	6,8	0,00	0,09
1900-2000	18,99	23,81	2,66	2,72	-0,4	0,16	0,13

Bron: Eigen verwerking op basis van (Dimson, 2002; SCOB 2008)

4.2.4 Besluit: de echte return van het aandeel NBB

De meest opvallende conclusie die we echter uit figuur 4.6 kunnen destilleren is onderaan te vinden. Daar zien we dat de reële return voor het aandeel NBB over zijn ganse looptijd (berekend tot en met 2005) 4,63% bedraagt, terwijl de SCOB-20 voor een periode die ongeveer twintig jaar langer duurde slechts een rendement van 3,49% behaalde. Toch dient opgemerkt dat deze twintig jaren voor de SCOB-20 weinig schitterends opleverden, met een return van 1,93% voor de periode 1832-1840 en 0,97% voor de periode 1841-1850, waardoor de vergelijking van beide ongelijke periodes weinig waardevol is, wel geeft deze bevinding een eerste indicatie.

Een periode die we daarentegen wel perfect kunnen vergelijken is de periode 1900-2000. De twintigste eeuw beschouwend, kunnen we stellen dat de Bank een return van 2,66% behaalde terwijl de SCOB-20 een return van 2,77% lieten optekenen. Tegen de achtergrond van hoofdstuk drie kan dit wel tellen, want deze cijfers tonen aan dat het aandeel NBB amper moet onderdoen qua return voor de 20 grootste marktkapitalisaties van haar land. Daarenboven kende de NBB de afgelopen eeuw een standaardafwijking (berekend op jaarbasis) van 18,99% terwijl de SCOB-20 een standaarddeviatie laat zien van 23,81%. Dit onderschrijft de stelling dat de aandeelhouder van de NBB een aandeel in handen heeft dat een lager dan gemiddeld risico loopt, hetgeen bevestigd werd onderaan figuur 4.9. We zien ook dat zowel voor de SCOB-20 als voor het aandeel NBB het dividendrendement over deze periode identiek is.

Samengevat kan gesteld worden dat de belegger in een aandeel NBB een quasi gelijke return behaalde door te investeren in een risico-averser aandeel, wetende dat het dividendrendement identiek is.

4.3 Beursnotering NBB

Tot dusver kunnen we stellen dat de NBB over zijn looptijd een mooi reëel rendement heeft neergezet. Hetgeen de argumenten van de minderheidsaandeelhouders en Deminor inzake het achterophinken van het aandeel op de inflatie op losse schroeven zet. Een andere bewering, met name dat de Bank haar winst aan het oppotten is, blijkt niet geheel onterecht. Daarnaast hebben we in hoofdstuk drie eveneens gewezen op commotie rond een mogelijke delisting van het aandeel. Hieronder zullen we dan ook nagaan of deze bewering kan gestaafd worden met valabele argumenten.

4.3.1 De beursnotering van naderbij

Vanuit de hoek van de minderheidsaandeelhouders wordt regelmatig geopperd dat de NBB geen beurswaardig aandeel is. Sommigen beweren dat het aandeel beter niet op de beurs zou staan. Een nationalisering van het aandeel werd immers als een volwaardige optie beschouwd. Getuige hiervan zijn de verschillende senaatszittingen waarbij meermaals dergelijke vragen door politici van allerlei strekkingen werden gesteld aan de minister van Financiën. Naast een delisting werd ook het idee van een inruiling van aandelen voor obligaties door de kabinetschef van de minister van Financiën het leven ingeroepen. Buiten enkele wollige en weinig duidelijk antwoorden hieromtrent stierven deze gedachten een stille dood. Hierop verder ingaan lijkt, wegens het ontbreken van extra, recente informatie, weinig waarde te zullen toevoegen. (Belgische Senaat, 2002b; Belgische Senaat, 2002c)

Om bovenstaande reden is het meer opportuun om na te gaan waarom een bedrijf als de NBB op de beurs genoteerd staat. Een checklist die bepaalt of een aandeel al dan niet op de beurs hoeft te staan, is niet teruggevonden in de literatuur. Wel bestaan er redenen waarom een bedrijf al dan niet naar de beurs zou trekken. Een aantal van deze oorzaken kunnen ook verklaren waarom een aandeel op de beurs blijft noteren. Deze redenen zullen hierna systematisch behandeld worden. (Deloof, 2006)

4.3.1.1 Nieuwe financieringsbron

Om deze reden hebben we gezien in hoofdstuk 1 heeft minister Frère-Orban de beslissing genomen een Nationale Bank op te richten via privé-kapitaal. Vanuit bepaalde hoeken wordt wel eens gefluisterd dat het jonge België in die periode virtueel failliet was en dat het daarom privé-investeerdere aansprak om te investeren in haar Nationale Bank. Vandaag kan men de Bank moeilijk betichten van te beschikken over te weinig eigen vermogen. Kapitaalsverhogingen zoals er in het verleden een aantal de revue passeerden, zijn gezien de sterke kapitaalpositie³⁰ van de Bank immers niet meer aan de orde.

4.3.1.2 Verbeterd bedrijfsimago en publiciteit

Hoofdstuk drie in het achterhoofd, lijkt het er sterk op dat de NBB door haar beursnotering net negatieve publiciteit opstapelt. Om deze reden lijkt het weinig opportuun voor de Bank om een beursnotering te blijven aangaan. Sowieso duikt haar naam voldoende vaak op binnen het luik van de economie. Denken we in dit licht aan cijfers omtrent inflatie, werkgelegenheid, ondernemersvertrouwen, andere macro-economische indicatoren, enz. Gezien de talrijke opdrachten die de Bank vervult, is het ook niet van primair belang deze onder ieders aandacht te brengen. De informatie is publiek toegankelijk, de opdrachten zijn van algemeen belang en net om die redenen kan men bezwaarlijk als nationale bank een verbeterd - lees commercieel - imago nastreven. Publiciteit is evenmin voor een dergelijke instelling een na te streven target.

4.3.1.3 Motiveren van management en personeel

Binnen de Bank beschikken enkel de leden van het directiecomité over 25 aandelen, met uitzondering van de gouverneur die 50 aandelen op naam bezit. Door het stigma van de geïndexeerde obligatielening dat de Bank op haar eigen aandeel kleeft kan moeilijk gesproken worden van een incentive naar het management toe. Wat op zich ook niet verwonderlijk is, aangezien de Bank geen commerciële onderneming is die winst nastreeft. Het uitgangspunt qua motivatie is dan ook ontegensprekelijk niet van toepassing op het management.

³⁰ 2,215 miljard euro voor boekjaar 2007

Het personeel ten slotte beschikt over een ruim vergoedingsbeleid, hetgeen weliswaar losstaat van het al dan niet beursgenoteerd zijn van de Bank.

Het personeel ontvangt zoals onder 2.5.3 uiteengezet 8% van het excedent op de winst van het boekjaar. Met name voor het boekjaar 2006 betrof de winstdeelname per voltijds equivalent 15.650 euro, een bedrag dat niet gekoppeld is aan de beursperformantie, maar louter een vast percentage van de winst uitmaakt. (NBB, 2008c)

4.3.2 De motieven voor een delisting

In vergelijking met de doorsnee beursnotering blijkt het afwijkende stelsel van de Bank uit het niet voldoen aan de doorsnee criteria voor een beursnotering. Hierna zullen we nagaan of deze afwijking voldoende is om werkelijk een delisting van het aandeel NBB voorop te stellen.

4.3.2.1 Onbruik

In het ganse verhaal van de Bank wordt stilaan duidelijk dat de Bank weinig tot geen gebruik maakt van de beurs. In het verleden werd de beurs gebruikt voor kapitaalsverhogingen. Intussen ligt de laatste kapitaalsinjectie reeds 60 jaar achter ons. Ook met betrekking tot publiciteit of imago is het aandeel NBB een buitenbeentje. Een veel gehoorde reden om naar de beurs te trekken blijkt voor vele bedrijven de noodzaak aan liquide middelen te zijn. Het feit dat de Bank dermate winstgevend is dat ze jaarlijks haar reserves grondig kan spijsen, lijkt evenmin een argument pro beurs. Dit alles doet sterk vermoeden dat de Bank de beurs niet gebruikt waarvoor ze doorgaans dient. Dit lijkt de eerder aangehaalde slagzin, met name dat de beursnotering van de Bank kan beschouwd worden als een ‘accident de parcours’ te onderschrijven. Anders gesteld, de Bank maakt geen tot weinig gebruik van haar beursnotering.

4.3.2.2 Onderwaardering

Als we spreken over onderwaardering raken we meteen een heikel punt aan in de ganse discussie tussen de Bank en haar minderheidsaandeelhouders. De Bank nam immers in het verleden termen als ‘speculanten’ in plaats van aandeelhouders in de mond, terwijl de aandeelhouders zich sterk maken dat een aandeel NBB zwaar ondergewaardeerd is en minimum 6.000 tot 15.000 euro waard is. Een onderwaardering, indien dit het geval zou zijn, wordt doorgaans beschouwd als zijnde een aderlating voor het bedrijf; het aandeel staat immers te goedkoop en de onderneming wordt niet naar waarde geschat. Het feit dat de directie van de Bank deze argumentatie als dusdanig van de hand doet en bestempelt als speculatief wijst in de richting dat de Bank ofwel niet ondergewaardeerd is of indien ze het toch is, geen waarde hecht aan haar waardering op de beurs.

4.3.2.3 Bescherming tegen vijandige overname/globalisering Europese kapitaalmarkten

Door de globalisering van de kapitaalmarkten schoten private equityvennootschappen als paddestoelen uit de grond. Vele bedrijven werden van de beurs gehaald omdat ze werden opgekocht door dergelijke investeringsbedrijven. Tussen de gekende voorbeelden van beursgenoteerde nationale banken, werd op dergelijke wijze geen enkele van de beurs gehaald. Niet verwonderlijk gezien het speciale statuut van een centrale bank. Bovendien zijn dergelijke ondernemingen zoals reeds aangehaald geen commerciële bedrijven en dus van weinig belang voor een private investeerder. Om diezelfde reden zal een buitenlandse centrale bank geen graten zien in het (vijandig) overnemen van haar Belgische collega.

4.3.2.4 Teveel informatie verschaffen

Naar aanleiding van het incident omtrent de notionele interestaftrek van 4 maart jongstleden werd de Bank gedwongen haar jaarverslag vervroegd openbaar te maken. Een dergelijk geval onderstreept één van de nadelen van een beursnotering, met name het verplicht zijn meer en transparanter te communiceren. Een gebrek aan transparantie en communicatie is ook een strijdpunt dat de minderheidsaandeelhouders al enkele jaren opvoeren en waarin zij slechts gestaag enige verbetering opmerken. De Bank krijgt vaak het verwijt een gesloten instelling te zijn met weinig transparantie naar de buitenwereld toe. (Tratsaert, 2008)

4.3.3 Besluit

Samengevat kunnen we stellen dat drie van de vier aangehaalde argumenten een delisting onderschrijven. Vragen die omstreeks 2002 in dit licht werden gesteld in Kamer en Senaat waren gezien de turbulentie omtrent het aandeel dus niet volledig uit de lucht gegrepen.

4.4 Overige parameters NBB

Tot dusver hebben we gezien dat het aandeel NBB - ticker BNB, Euronext Brussel, ISIN-code BE0003008019 - een buitenbeetje en eerder een unicum in zijn soort is. Hierna zullen we nagaan of dit evenzeer geldt voor haar verhandelde volume, de prijs per aandeel en voor de analistenverslagen.

4.4.1 Prijs per aandeel en verhandeld volume

Toen de NBB destijds naar de beurs trok, plaatste ze haar aandelen aan 1.000 frank per stuk. Deze enorm hoge nominale waarde was echter geen uitzondering, aangezien het gemiddelde dagloon zowat 1,5 à 2 BEF bedroeg. De plaatsing van aandelen tegen de nominale waarde van 1.000 frank was immers regelmaat en dit fenomeen bleef zich doorzetten tot en met de Eerste Wereldoorlog. Na WO I kwamen aandelen pas binnen het bereik van de gemiddelde werknemer, enerzijds door de ontwaarding van de BEF, anderzijds door de verlaging van de nominale waarde. (Annaert e.a., 2007, blz. 304)

Nochtans is het opvallend dat de Bank in haar ganse beursgeschiedenis nooit een aandelensplitsing pur sang heeft doorgevoerd³¹, waardoor het aandeel steeds duur geprijsd bleef. Het feit dat een aandeel niet meer astronomisch hoog noteert is dus puur toe te wijzen aan muntontwaarding, terwijl de Bank van haar kant hier geen enkele inspanning heeft gedaan om haar aandeel goedkoper te prijzen en dus meer in de gading te brengen van de aandeelhouder.

Het feit dat de Bank nooit een aandelensplitsing heeft doorgevoerd, waardoor haar aandeel minder bereikbaar is voor beleggers hetgeen ook zijn weerslag zal hebben op het verhandelde volume. Immers een hogere prijs per aandeel zal de liquiditeit van het aandeel doen afnemen.

³¹ In het najaar van 1926 heeft de Bank wel degelijk een aandelensplitsing doorgevoerd, dit in het licht van een kapitaalverhoging, al bleef de nominale waarde van het aandeel 1.000 Belgische frank.

Tijdens de speculatieve periode 2001-2005 noteerde het aandeel NBB gemiddeld aan een koers van 2.745 euro, terwijl het verhandelde volume gemiddeld afklokte op een schamele 181 aandelen per dag, met een enkele uitschieter tot 3.057 aandelen op 7 juli 2004. (Compugraphics, 2008; Deloof, 2006)

Wanneer we andere perioden bekijken, vinden we nog lagere verhandelde volumes. Voor de periode 1 januari 2006 tot en met 31 maart 2008 klokt het aandeel NBB af op een gemiddeld verhandeld volume van 137 aandelen, terwijl de gemiddelde prijs van het aandeel 3.355 euro bedroeg. Over een langere periode beschouwd, met name 1 januari 1990 tot en met 31 maart 2008 bedroeg het gemiddeld verhandeld volume slechts 133 aandelen. Deze absolute data geven duidelijk weer dat de liquiditeit van het aandeel NBB bijzonder laag is. Wetende dat de free float 200.000 aandelen bedraagt, komen we voor diezelfde periode op een dagelijks verhandeld volume van 0,0665% van het totaal aantal uitstaande aandelen (0,033% indien we het berekenen op het totaal der effecten). In relatieve cijfers kan dit met andere woorden een ander beeld opleveren. Om deze reden hebben we in figuur 4.10 een zelfde ratio berekend voor de BEL-20 aandelen voor de afgelopen 365 dagen (4 april 2007 - 4 april 2008).

Figuur 4.10 Vergelijking gemiddeld volume/uitstaande aandelen voor BEL-20 versus NBB

Aandeel	# aandelen	gemiddeld volume	gem. vol/# aandelen
Suez	1.282.245.883	104.281	0,008%
NBB	400.000	128	0,032%
NPM	113.179.782	64.208	0,057%
Ackermans V.H.	33.496.904	35.318	0,105%
Inbev	613.562.464	1.231.361	0,201%
GBL	147.167.666	321.195	0,218%
KBC Groep	354.987.345	904.679	0,255%
Bekaert	20.400.000	52.446	0,257%
Cofinimmo	10.636.306	28.277	0,266%
Colruyt	33.257.748	89.858	0,270%
Fortis	1.303.621.505	4.380.121	0,336%
Belgacom	338.025.135	1.162.992	0,344%
Dexia	1.163.184.325	4.140.472	0,356%
UCB	183.361.252	682.186	0,372%
Solvay	54.701.133	235.087	0,430%
Mobistar	63.291.351	279.002	0,441%
Omega Pharma	26.146.641	130.053	0,497%
Delhaize Groep	98.387.168	520.891	0,529%
Nyrstar	100.000.000	751.025	0,751%
Agfa-Gevaert	128.888.282	1.098.015	0,852%
Umicore	26.107.275	1.003.653	3,844%

Bron: Eigen samenstelling op basis van Cash (2008)

Opvallend is dat NBB hier als één van de laagste waarde opduikt. Een dergelijke ratio oogt voor het Franse Suez nog lager te liggen. Hierbij dient wel de nuance gemaakt te worden dat de cijfers in figuur 4.10 enkel gebaseerd zijn op Euronext Brussel data.

Het werkwoord ogen is vandaar wel degelijk op zijn plaats omdat deze cijfers rekening houden met de gemiddelde verhandelde volumes op Euronext Brussel, terwijl het aandeel Suez voornamelijk op Euronext Parijs verhandeld wordt³². Senu strictu is het verhandelde volume van het aandeel NBB bijzonder karig en scoort het na correctie voor het aandeel Suez als laagst verhandeld aandeel in figuur 4.10. Samengevat kan gesteld worden dat de verhandeling van het aandeel NBB bijzonder dun is tegen een behoorlijk dure prijs. (Compugraphics, 2008)

4.4.2 Analistenverslagen

Een andere maatstaf waarop beleggers zich vaak zullen baseren is de mening van analisten. Opmerkelijk is dat het aandeel NBB door geen enkele analist wordt opgevolgd. Nochtans vertegenwoordigt het aandeel een beurskapitalisatie in de grootorde van 1,2 miljard euro, gespreid over 400.000 aandelen, waarvan 50% free float. Een kleine rondvraag leerde dat dit echter ‘toevallig’ is. Volgens Jan Camerlynck is dit voor het beurshuis KBC Securities (KBCS) louter een kwestie van prioriteiten los van marktkapitalisatie. Analisten wensen immers niet alle aandelen op te volgen. Zelf vernoemen ze het aandeel Cofinimmo dat een grotere marktkapitalisatie heeft dan NBB en evenmin door hen wordt opgevolgd. Het is dus geen kwestie van de hoogte van de marktkapitalisatie, maar KBCS ziet geen dringende behoefte om het aandeel NBB op te volgen, al sluit men niet uit dit in de toekomst wel te doen. (Camerlynck, 2008)

Bij Budget Week, het zusterblad van Test Aankoop, krijgen we een gelijkaardige reactie. Ook zij stellen dat ze noodgedwongen een selectie moeten maken en onmogelijk alle aandelen kunnen opvolgen. Anders als de heer Camerlynck geeft Budget Week wel een afdoend antwoord op de vraag waarom ze het aandeel NBB niet opvolgen. Met name de slappe liquiditeit van het aandeel door het bijzonder lage volume zien zij als de hoofdreden om het aandeel niet te laten opvolgen door één van hun analisten. (Test Aankoop, 2008)

³² Na correctie met het gemiddeld verhandeld volume op Euronext Parijs komt de ratio gem. volume/#aandelen voor het aandeel Suez uit op 4,6%

Tegen een gemiddeld verhandeld volume van 133 aandelen over de laatste 18 jaar oogt het aandeel NBB opvolgen bijgevolg weinig attractief. Het lijkt ons bijgevolg van commercieel weinig interessante waarde voor analisten.

Toch blijkt het aandeel NBB destijds eenmalig gevolgd te zijn geweest door analisten. Beurshuis Puilaetco heeft met name op 20 februari 2003 een enigszins verrassend verslag opgesteld. Zoals in figuur 4.8 te zien is, heeft het aandeel er op dat moment al een aardige rally opzitten. Puilaetco wenst dan ook geen buy noch sell advies te geven, maar doet het aandeel NBB op dat moment af als speculatief en daardoor 'not rated'.

Verder focust het rapport zich op de juridische procedures die op dat moment hangend zijn. Opvallend is de waardering van het aandeel verderop in het rapport, ondanks het sterke voorbehoud dat de analist bij aanvang maakt. Het aandeel wordt hierbij gewaardeerd volgens drie scenario's via de NAV methode³³: namelijk conservatief, medium en agressief. Binnen het conservatieve scenario houdt men geen rekening met ongerealiseerde meerwaarden op goud, meerwaarden op USD reserves en het vastgoed. Het medium scenario stelt dat ongerealiseerde meerwaarden op buitenlandse deviezen, net als het vastgoed eigendom is van de NBB. Het agressieve scenario stelt dat de minderheidsaandeelhouders hun slag thuis halen door ongerealiseerde meerwaarden op goud en vreemde deviezen mee op te nemen in de waardering. Dusdanig fluctueert de marktconforme waarde van het aandeel afhankelijk van het scenario tussen 3.719 en 10.039 euro per aandeel. Buiten deze berekening stelt Puilaetco heel duidelijk dat zij geen waarschijnlijkheid wensen toe te kennen aan deze scenario's, waardoor zij niet komen tot een algemene waardering van het aandeel an sich. Reden voor het ontbreken van een dergelijke kansverdeling wijdt Puilaetco aan de onzekere juridische en politieke context hieromtrent.

Tot slot lezen we in de SWOT-analyse nog een belangrijke bemerking. Indien de juridische procedures die door Deminor werd opgestart de Bank in het gelijk stellen en het going concern van de Bank wordt bevestigd zonder te resulteren in een verandering in de situatie van de minderheidsaandeelhouders, dan ziet Puilaetco het aandeel terugkeren naar zijn status van geïndexeerd obligatie-aandeel.

³³ NAV: De Net Asset Value methode wordt gebruikt om de marktconforme waarde van een aandeel af te toetsen.

Deze situatie capteert opnieuw een stevige korting ten opzichte van de NAV methode, waardoor het aandeel zou terugkeren naar zijn prijsvork van voor de speculatie, met name 1.500-2.000 euro. (Jonlet, 2003)

4.4.3 Besluit

Het unieke karakter van het aandeel NBB weerspiegelt zich ook in de hoge prijs van het aandeel, net als in de dunne verhandeling. Daarnaast hebben we de indruk dat het aandeel van weinig commerciële waarde is zodat analisten het aandeel links laten liggen.

Algemeen besluit

In deze studie zijn we geëvolueerd van een breed historisch gezichtsveld naar een vernauwing richting onderzoeksvraag toe. De chronologie der gebeurtenissen en het hoofdstuk omtrent het bedrijf in perspectief hebben hiervoor een solide basis verschaft. Opvallend binnen het bedrijf NBB bleek de overheersende rol van de politiek binnen het bestuur en de beknotte macht van de aandeelhouders binnen de algemene vergadering. Dergelijke beknopping bleek een proces van lange adem te zijn, maar belangrijke scharniermomenten bleken toch de inmenging van de Staat in 1948 en de opheffing van de dubbele meerderheid in 1993.

De basis die hoofdstuk één en twee legden, waren een voedzame bodem voor hoofdstuk drie dat op haar beurt de recente strubbelingen tussen het bedrijf en haar aandeelhouders onderstreepte. Dit hoofdstuk legde de vinger op de wonde en verklaart in sterke mate de onderzoeksvraag; ‘wat is de rol van een bedrijf als de Nationale Bank van België als beursgenoteerd bedrijf?’. Het feit dat minderheidsaandeelhouders in opstand komen en er uit politieke hoek een vraag naar nationalisering komt, zet een solide beurspositie immers op losse schroeven.

De redenen waarom de minderheidsaandeelhouders het oneens waren met het bestuur van de NBB bleken te kunnen gereduceerd worden tot een kwintet. Een eerste strijdpunt zijn de goudverkopen. De Bank noopte zich sinds 1988 bereid zich te ontdoen van haar imago als ‘goudkever’, waardoor de goudvoorraad in twee decennia tijd decimeerde. Het feit dat deze meerwaarden enkel ten gunste zijn van de Staat en niet voor alle aandeelhouders, was voor de minderheidsaandeelhouders dan ook een brug te ver.

Eerder symbolisch dan materieel bleek het slechte beheer omtrent het vastgoed van de Bank. Zonder ter dege gebouwen te waarderen werden dergelijke bijkantoren verkocht en zelfs enkele uren na de verkoop door de initiële koper met bijzondere hoge marges opnieuw doorverkocht. Van sterker materieel belang zijn de terugnames van de voorziening voor toekomstige wisselkoersverliezen. Door dergelijke sterke terugnames percipiëren de minderheidsaandeelhouders een hoger risico als aandeelhouder en bovendien oordelen zij dat dergelijke waardeverminderingen werden aangewend om de Belgische begroting in evenwicht te brengen.

Een vierde punt van onenigheid betreft de resultaatsverdeling. Zo stellen de minderheidsaandeelhouders dat de Bank jaar op jaar stijgende winsten kent waarvan zij als aandeelhouders niet genieten. Bovendien neemt de winstdeelnamen (preferent dividend) van de Staat jaar op jaar sterker toe dan het dividend dat de minderheidsaandeelhouders ontvangen.

Ten slotte argumenteren de minderheidsaandeelhouders dat hun rechten dermate beknot worden op de algemene vergadering. Daardoor zien zij zichzelf beperkt tot het louter stellen van vragen. Een recht waarvan ze dan ook de laatste jaren uitgebreid gebruik maken.

Dit alles doet vermoeden dat er met het aandeel NBB heel wat aan de hand is en dat het aandeel een eerder atypisch Euronext Brussel-aandeel is. Bezwaren als zou het aandeel te weinig dividend uitkeren en onvoldoende rendement behalen ten opzichte van haar Griekse collega ondernemingen de reputatie van de Bank als goed huisvaderaandeel. Of de rol van de NBB op de beurs al dan niet is uitgespeeld, blijkt dan ook geen vraag die uit het ijle werd gegrepen.

Het antwoord op deze vraag bleek vierledig te zijn. In het licht van de structuur van de studie hebben we opnieuw het systeem van specificering toegepast. Dit stelde ons in staat om met een brede invalshoek te starten, met name het benchmarken met de 'naaste concurrent'. Vervolgens berekenden en interpreteerden we de data omtrent rendement en risico en pasten we een kwalitatieve analyse toe op het aandeel. Tot slot gingen we aan de hand van een aantal praktische indicatoren na hoe het aandeel op de beurs wordt gewaardeerd.

Met betrekking tot de benchmarking met de Bank of Greece bleek de meest opmerkelijke conclusie dat de Griekse nationale bank haar dividend in sterke mate koppelt aan haar nettowinst, terwijl de Belgische dit in sterke mate laat bepalen door de regentenraad. In dit opzicht bleken de minderheidsaandeelhouders een punt te hebben wanneer zij stellen dat het dividendbeleid van de NBB archaisch is en niet zoals andere beursgenoteerde bedrijven in sterke mate wordt bepaald door de winst(stijging). Opgemerkt dient wel te worden dat in de toekomst deze stelling mogelijk moet bijgesteld worden, aangezien de heer Quaden op de laatste algemene vergadering liet verstaan na te denken over een wijziging van het dividendbeleid.

Wanneer we het rendement van de Bank aan een nauwgezette analyse onderwierpen, kwam het meest verrassende van de ganse studie aan het licht. Stellingen als zou het aandeel NBB een pover aandeel zijn dat negatieve reële return oplevert en een dividendrendement dat niet in staat is de inflatie bij te benen, bleken volledig incorrect. Zo blijkt dat het aandeel NBB sinds zijn beursnotering een jaarlijks reëel rendement heeft opgeleverd van 3,49%. Uit de Sharpe ratio bleek dat het risico voor het aandeel lager was dan voor het gemiddelde van de Belgische bedrijven doorheen de twintigste eeuw, hetgeen niet hoeft te verbazen. Daartegenover is het risico op faillissement voor een nationale bank quasi nihil. Opmerkelijk is wel het feit dat de Bank dergelijke cijfers niet aanvoert in haar betoog tegen de minderheidsaandeelhouders, terwijl de positieve rendementscijfers toch voor zich spreken.

Na een kwantitatieve analyse onderwierpen we het aandeel aan een kwalitatieve, waarin we een mogelijke delisting nagingen. Aangezien hiervoor geen academische checklist voorradig is, hebben we een amalgaam van argumenten pro/contra beurs opgelijst en afgetoetst aan het aandeel NBB. Duidelijk werd dat de Bank haar aandelennotering amper benutte en dat het aandeel 'rijp' is voor een mogelijke delisting.

Tenslotte gingen we kijken naar enkele typische beursparameters. Daaruit konden we afleiden dat de verhandeling van het aandeel gebeurt aan lage volumes tegen hoge prijzen. Beleggers die het aandeel kopen, zullen zich bezwaarlijk kunnen laten leiden door analisten, aangezien hun bijdrage nihil is.

Desalniettemin blijkt het door velen verguisde aandeel NBB alles behalve een slechte investering te zijn. Zoals eerder aangehaald is de kans op faillissement quasi onbestaand, terwijl het bedrijf historisch gezien een mooi reëel rendement uitkeert. Beleggers die consequent belegden in BEL-20 (doorgetrokken via de SCOB-20) liepen daarentegen een hoger risico terwijl dat risico niet evenredig werd vergoed. Deze resultaten tonen aan dat het gecontesteerde aandeel NBB over een periode van meer dan 150 jaar een puik rendement opleverde, niettegenstaande er heel wat inbreuken werden vastgesteld ten opzichte van de gelijke behandeling der aandeelhouders.

Literatuurlijst

Annaert, J. e.a., (2007). Evolutie van de TOP 20 aandelen van de Brusselse beurs vanaf 1832, *Tijdschrift voor bank- en financiewezen*, nr. 5, 302-307.

Bank of Greece, (1998). *Annual report 1997*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (1999). *Annual report 1998*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2000). *Annual report 1999*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2001). *Annual report 2000*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2002). *Annual report 2001*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2003). *Annual report 2002*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2004). *Annual report 2003*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2005). *Annual report 2004*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2006). *Annual report 2005*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2007). *Annual report 2006*, Athens, Bank of Greece

Bank of Greece, (2008a). History Bank of Greece. Geraadpleegd op 26 maart 2008 uit <http://www.bankofgreece.gr/en/bank/history.asp>

Bank of Greece, (2008b). Statutes Bank of Greece. Geraadpleegd op 31 maart 2006 uit <http://www.bankofgreece.gr/en/bank/pdf/Statute.pdf>

Belgische Senaat. (2002a). Vragen aan de minister van Financiën over “de verkoop van vastgoed door de Nationale Bank van België”. Geraadpleegd op 3 maart 2008 uit http://www.senate.be/www/?MIval=/index_senate&MENUID=12420&LANG=nl

Belgische Senaat. (2002b). Mondelinge vraag van de heer Hugo Vandenberghe aan de minister van Financiën over de positie van de minderheidsaandeelhouders van de Nationale Bank 17 oktober 2002. Geraadpleegd op 25 maart 2008 uit http://www.senate.be/www/?MIval=/index_senate&MENUID=12420&LANG=nl

Belgische Senaat. (2002c). Vraag om uitleg van de heer René Thissen aan de minister van Financiën over de speculatie omtrent de aandelen van de Nationale Bank 10 oktober 2002. Geraadpleegd op 25 maart 2008 uit http://www.senate.be/www/?MIval=/index_senate&MENUID=12420&LANG=nl

Belgisch Staatsblad. (2002). Wet betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten; wet van 2 augustus 2002. Geraadpleegd op 29 februari 2008 uit http://www.ejustice.just.fgov.be/doc/rech_n.htm

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus A.J. (2005) *Investments, sixth edition*. McGrawHill, Boston.

Bomans, E. (2002). Persbericht 2 juli 2002: inleiding van een procedure ten gronde tegen de Nationale Bank van België N.V. Geraadpleegd op 29 februari 2008 uit <http://www.deminor.be/articles.do?id=3554>

Brion, R. & Moreau, J.-L. (2005). *La Banque nationale de Belgique 1939-1971; volume 2 – La politique monétaire belge dans une Europe en reconstruction (1944-1958)*, Bruxelles, BNB.

Buelens, F. (2008). Berekening van de return van het aandeel NBB, interview met onderzoeker en doktor van de faculteit TEW, verbonden aan het StudieCentrum voor Onderneming en Beurs, 25 maart 2008, Universiteit Antwerpen

Camerlynck, J. (2008). Vraag omtrent het niet opvolgen van het aandeel NBB door het beurshuis KBC Securities, 2 april 2008, E-mail van jan.camerlynck@kbcsecurities.be

Cash, (2008). Opvraging beurscijfers BEL-20. Geraadpleegd op 4 april 2008 uit <http://www.cash.be/nl/>

Cassiers, I. & Ledent, P. (2005). *La Banque nationale de Belgique 1939-1971 ; volume 4 – Politique monétaire et croissance économique en Belgique à l'ère de Bretton Woods (1944-1971)*, Bruxelles, BNB.

CBFA. (2008). Lijst van de vennootschappen die een openbaar beroep doen op spaarwezen. Geraadpleegd op 12 maart 2008 uit http://www.cbfa.be/nl/oa/ug/li/html/ug_li.asp

CFS (2006). Activiteiten van het CFS. Geraadpleegd op 21 november 2007 uit https://www.csf-cfs.be/csf/doc/public/nl/01_Activiteiten_van_het_CFS_2003_2006.pdf

Conant, C.A. (1910). *The National Bank of Belgium*, Washington, Government Printing Office.

Compugraphics, (2008). Koersgegevens, inclusief dagelijks verhandelde volumes aandeel NBB, 4 april 2008, E-mail van paul.gins@compugraphics.com

Deloof, M. (2006). *Cursus financieringsbeleid: bedrijfsfinanciering en corporate governance*, Antwerpen, Universitas.

Dendooven, P. (2003). Deminor krijgt ongelijk in zaak NBB, *De Tijd*, 11 december 2003.

Deminor, (2002). *De tussenkomst van Deminor voor aandeelhouders van de NBB*, Brussel.

Deminor, (2006). *De Nationale Bank van België; actualisatie financiële situatie*, Brussel

Deminor, (2008a). Doelstelling Deminor inzake case NBB. Geraadpleegd op 25 februari 2008 uit <http://www.deminor.be/articles.do?id=3554>

Deminor, (2008b). Persbericht 23 oktober 2002 NBB. Geraadpleegd op 13 maart 2008 uit <http://www.deminor.be/articles.do?id=3554>

Deminor, (2008c). Persbericht 17 december 2003. Geraadpleegd op 13 maart 2008 uit <http://www.deminor.be/articles.do?id=3554>

Deminor, (2008d). Persbericht 29 maart 2004. Geraadpleegd op 13 maart 2008 uit <http://www.deminor.be/articles.do?id=3554>

De Clercq, G. (1992). *Ter beurze: geschiedenis van de aandelenhandel in België, 1300-1990*, Brugge, Van de Wiele.

De Greef, G. (1899). *Le credit commerciale et la banque nationale de Belgique*, Bruxelles, Mayolez & Audiarte.

De Standaard. (1948). De Nationale Bank genationaliseerd, enige onsmakelijke naklanken, *De Standaard*, 15 september 1948.

De Tijd, (2008). Nationale Bank overweegt dividendpolitiek bij te sturen. Geraadpleegd op 24 april 2008 uit http://www.tijd.be/nieuws/ondernemingen_financien/Nationale_Bank_overweegt_dividendpolitiek_bij_te_sturen.6652732-433.art

Dimson, (2002). *Triumph of the optimists: 101 years of global investments returns*. Princeton, New Jersey and Oxford.

ECB, (2008). Inschrijving op het kapitaal van de ECB. Geraadpleegd op 26 maart 2008 uit <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.nl.html>

Eizenga, W. (1994). *De Nationale Bank van België en het monetaire beleid*, Amsterdam, Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf.

Euronext Brussel. (2008) Datacenter beurskoersen NBB periode 2006-2008. Geraadpleegd op 7 februari 2008 uit : <http://www.euronext.com/trader/download/instrument-3044-NL-BE0003008019.html?selectedMep=3>

Federal Reserve Bank of Dallas, (2008). Deflating nominal values to real values. Geraadpleegd op 2 april 2008 uit: <http://dallasfed.org/data/basics/nominal.html>

Galbraith, J.K. (1954). *The great crash, 1929*, Cambridge, Penguin Books.

Geenen, E. (2008). Vragen omtrent de algemene vergadering NBB, 27 februari 2008, E-mail van erik.geenen@nbb4ever.be

Grondwet Europa (2002). Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. Geraadpleegd op 28 februari uit <http://www.grondweteuropa.nl/9326000/1f/j9vvgjnazrhmix9/vh1xictqy6sa>

Janssens, V. (1976). *De Belgische frank: anderhalve eeuw geldgeschiedenis*, Antwerpen, Standaard Uitgeverij.

Janssens, V. (1997). *De beheerders van ons geld: negentien gouverneurs van de Nationale Bank van België*, Tielt, Lannoo.

Jones, C. (2008). Glossary – definition of minority shareholder. Geraadpleegd op 25 februari 2008 uit http://www.boydslaw.com/glossary/gloss_sma.html

Jonlet, C. (2003). *Analysis of the National Bank of Belgium*, Puilaetco, Brussel

Jorissen, A., e.a. (2005). *International financial reporting and analysis*, London, Thomson.

Kabir, R. (2001). *The stock market performance of the Central Bank of Belgium*, Research Paper TEW, stadscampus, Antwerpen.

Kauch, P. (1950). *De Nationale Bank van België, 1850-1918*, Brussel, NBB.

Mampaey, S. (2005). Aandeelhouders en directie NBB voeren dovemansgesprek, *De Tijd*, 30 maart 2005.

Melders, R. (2002). Nationale Bank onzorgvuldig met vastgoed, *De Morgen*, 1 juli 2002.

Michielsens, D. (2006). Nationale Bank mag aan staat wisselkoersmeerwaarden overdragen, *De Tijd*, 3 februari 2006.

NBB (1922). *Jaarverslag 1922*, Brussel, NBB.

NBB (1999). *Volledig jaarverslag 1998*, Brussel, NBB.

NBB (2000a). *De Nationale Bank van België*, Brussel, NBB.

NBB (2000b). *Terugblikken op 150 jaar, 1850-2000*, Brussel, NBB.

NBB (2000c). *Verslag 1999 – deel 2: activiteiten en jaarrekening*, Brussel, NBB.

NBB (2001). *Verslag 2000 – deel 2: activiteiten en jaarrekening*, Brussel, NBB.

NBB (2002). *Verslag 2001 – deel 2: activiteiten en jaarrekening*, Brussel, NBB.

NBB (2003). *Verslag 2002 – deel 2: verslag 2002*, Brussel, NBB.

NBB (2004). *Verslag 2003 – deel 2: activiteiten en jaarrekening*, Brussel, NBB.

NBB (2005). *Verslag 2004 – deel 2: verslag 2004*, Brussel, NBB.

NBB (2006). *Verslag 2005 – deel 2: verslag 2005*, Brussel, NBB.

NBB (2007a). *De Nationale Bank van België, een moderne centrale bank ten dienste van de gemeenschap*, Brussel, NBB.

NBB (2007b). *Verslag 2006 – deel 2: activiteiten, bestuur en jaarrekening*, Brussel, NBB.

NBB (2007c). Een Europees monetair beleid. Geraadpleegd op 17 november 2007 uit http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_01_00_00_00/01_01_02_00_00.htm?l=nl&t=ho

NBB (2007d). Statistieken. Geraadpleegd op 21 november 2007 uit

http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_01_00_00_00/01_01_04_00_00/01_01_04_02_00.htm?l=nl&t=ho

NBB (2007e). Studie- en informatiecentrum. Geraadpleegd op 21 november 2007 uit

http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_01_00_00_00/01_01_04_00_00.htm?l=nl&t=ho

NBB (2007f). Diensten voor de financiële sector. Geraadpleegd op 24 november uit

http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_01_00_00_00/01_01_08_00_00.htm?l=nl&t=ho

NBB (2007g). Gouverneur. Geraadpleegd op 17 november 2007 uit

http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_02_00_00_00/01_02_02_00_00.htm?l=nl&t=ho

NBB (2007h). Directiecomité. Geraadpleegd op 17 november uit

http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_02_00_00_00/01_02_03_00_00.htm?l=nl&t=ho

NBB (2007i). Regentenraad. Geraadpleegd op 17 november uit

http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_02_00_00_00/01_02_04_00_00.htm?l=nl&t=ho

NBB (2007j). College van censoren. Geraadpleegd op 17 november uit

http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_02_00_00_00/01_02_04_00_00.htm?l=nl&t=ho

NBB (2007k). Waarin verschilt de NBB van anders N.V.'s? Geraadpleegd op 17 november uit

http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_05_00_00_00/01_05_07_00_00/?t=ho&l=nl

NBB (2008a). Statuten van de Nationale Bank. Geraadpleegd op 11 februari uit

http://www.nbb.be/doc/ts/Enterprise/juridisch/N/statutes_n.pdf

NBB (2008b). Organieke wetgeving. Geraadpleegd op 11 februari uit

http://www.nbb.be/doc/ts/Enterprise/juridisch/N/organieke_wet.pdf

NBB (2008c). Vastgoed Nationale Bank van België. Geraadpleegd op 3 maart uit
http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_05_00_00_00/01_05_07_00_00/01_02_10_01_43.htm?l=nl&t=ho

NBB (2008d). *Algemene vergadering 26 maart 2007: bijlage 4 bij de notulen van de gewone algemene vergadering; schriftelijke vragen en notulen*, Brussel, NBB.

NBB (2008e). *Algemene vergadering 26 maart 2007: bijlage 5 bij de notulen van de gewone algemene vergadering; aanwezigheidslijst*, Brussel, NBB.

NBB (2008f). *Verslag 2007 – deel 2: activiteiten, bestuur en jaarrekening*, Brussel, NBB.

NBB (2008g). De inkomsten van de Nationale Bank. Geraadpleegd op 6 maart uit
http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_05_00_00_00/01_05_07_00_00/01_02_10_01_04.htm?l=nl&t=ho

NBB (2008h). Dividendbeleid. Geraadpleegd op 6 maart uit
http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_05_00_00_00/01_05_07_00_00/01_02_10_01_45.htm?l=nl&t=ho

NBB (2008i). Heeft de NBB op onrechtmatige wijze 235 miljoen euro overgemaakt aan de staat? Geraadpleegd op 13 maart uit
http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_05_00_00_00/01_05_07_00_00/01_02_10_01_10.htm?l=nl&t=ho

NBB (2008j). De goudverkopen. Geraadpleegd op 14 maart 2008 uit
http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_05_00_00_00/01_05_07_00_00/01_02_10_01_40.htm?l=nl&t=ho

NBB (2008k). Waarom is de Nationale Bank geen vennootschap zoals alle anderen?
Geraadpleegd op 14 maart 2008 uit
http://www.nbb.be/pub/01_00_00_00_00/01_05_00_00_00/01_05_07_00_00/01_02_10_01_40.htm?l=nl&t=ho

NBB (2008l). Perscommuniqué omtrent uitspraak Arbitragehof: emissierecht NBB 12-10-2003. Geraadpleegd op 26 maart uit <http://www.nbb.be/NR/rdonlyres/907D8C22-CF3D-44AA-BC44-3DF3B3CF09A2/0/cp031210N1.pdf>

NBB (2008m). Perscommuniqué omtrent het geschil rond de goudmeerwaarden 09-03-2007. Geraadpleegd op 26 maart uit <http://www.nbb.be/doc/ts/Enterprise/Press/2007/cp20070309N1.pdf>

Peeters, T. (2002). Deminor start bodemprocedure tegen Nationale Bank, *De Tijd*, 3 juli 2002

Pluym, W. (2000). *Terugblikken op 150 jaar, 1850-2000*, Brussel, NBB.

Pluym, W. & Boehme, O. (2005). *De Nationale Bank van België 1939-1971; Van de golden sixties tot de val van Bretton Woods*, Brussel, NBB.

Roossens, P. (2007). *De monetaire politiek in de EU na WO II*, cursus TEW, UA, Antwerpen.

SCOB - Studiecentrum voor Ondernemen en Beurs, (2008). *Beursgegevens Nationale Bank van België sinds IPO*, Campus Middelheim, Antwerpen.

Somers, L. (1969). *De Nationale Bank van België*, E.V. TEW, RUCA, Antwerpen.

Smith, V. (1936). *The rationale of central banking*, Londen.

Tart, L. (1898). *La banque nationale de Belgique, historique & organisation*, Liège, Imprimerie H. Vaillant-Carmanne.

Test Aankoop, (2008). Vraag omtrent het niet opvolgen van het aandeel NBB door het beleggingsblad Budget Week, 13 maart 2008, E-mail van leden@test-aankoop.be

Thiebault, C. (1910). *La question monétaire et le change en Belgique*, Brussel.

Tratsaert, E. (2008). Vragen omtrent de houding van de minderheidsaandeelhouders met betrekking tot de beursnotering van de NBB, 11 maart 2008; E-mail van emile_tratsaert@hotmail.com

Vanlinthout, G. (2005). Beleggers grijpen naast vetpotten Nationale Bank, *De Tijd*, 28 oktober 2005.

Van Campenhout, K. (2007). Modrikamen drijft directie in het nauw, *Beurspanels*, 28 maart 2007.

Van der Wee, H. & Tavernier, K. (1975). *De Nationale Bank van België en het monetaire gebeuren tussen de twee wereldoorlogen*, Brussel, NBB.

Van Elewyck, E. (1913). *La Banque nationale de Belgique, les theories et les faits - tome 1*, Bruxelles, Librairie Falk Fils.

Van Hamme, K. (2003). Modrikamen overweegt bodemprocedure tegen NBB, *De Tijd*, 29 maart 2003.

Vervenne, W. (2001). Privé-aandeelhouders NBB klagen over discriminatie, *De Tijd*, 27 maart 2001.

Vervenne, W. (2003a). Nationale Bank beschikt niet vrij over reserves, *De Tijd*, 24 mei 2003.

Vervenne, W. (2003b). Nationale Bank noemt zichzelf instelling met heel speciaal statuut, *De Tijd*, 24 mei 2003.

Vervenne, W. (2005). Nationale Bank betrokken bij vier rechtszaken, *De Tijd*, 15 maart 2005.

Vervenne, W. (2006). NBB berooft de aandeelhouders, *De Tijd*, 2 december 2006.

Vervenne, W. (2007a). Ruzie over NBB kan nog jaren aanslepen, *De Tijd*, 10 maart 2007.

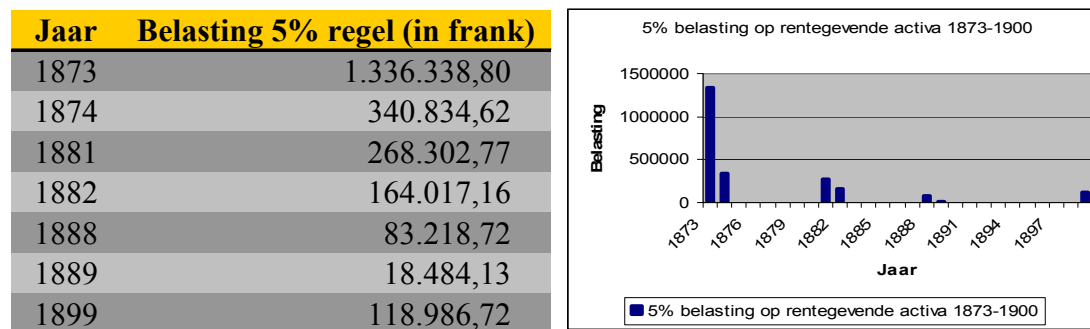
Vervenne, W. (2007b). Algemene Vergadering Nationale Bank, *De Tijd*, 24 maart 2007.

Bijlagen

Bijlage I De overgang van de 5%-regel naar 3,5%.

De rentevoeten voor kapitaal in Europa waren aan het einde van de negentiende eeuw zodanig laag, dat voor de periode 1872-1900 er slechts zeven momenten waren waarop de rentevoet de 5% oversteeg. Het excess van deze limiet werd doorgestort door de Bank aan de overheid als belasting. Enkel in het jaar 1873, het jaar na de invoering van de 5% regel door de overheid ontsnapte de Bank grotendeels aan de internationale geldcrisis. De hoeveelheid die de Staat in dat jaar kon afromen bedroeg 1.336.338,80 frank, hetgeen meteen hoger lag dan het gehele bedrag van de overige zes jaren. In tabel 1.1 wordt een overzicht gegeven van de inkomsten voor de Staat op basis van deze 5% regel voor de periode dat deze ingang kende.

Bijlage I.1 Weergave afnemende opbrengsten op rentegevende activa



Bron: Eigen samenstelling op basis van (Conant, 1910)

De duidelijk afkalvende opbrengsten voor de overheid door het ineenkrimpen van de rentevoet richting 4% tussen 1890-1900 bleek de prikkel die de Staat aanzette haar historische 5% regel bij te stellen tot 3,5% bij de hernieuwing van het mandaat van de Nationale Bank van België in 1900 en dit om het mislopen van inkomsten te vermijden. De Bank aanvaardde deze maatregel, zoals ze dat in 1959 opnieuw zou doen, omdat zij als de dood was voor mogelijke beschuldigingen dat zij uit winstbejag de discontovoet zou optrekken. Het optrekken van de discontovoet diende immers enkel te gebeuren om conjuncturele redenen of vanwege de toestand op de internationale geld- en kapitaalmarkten. (Conant, 1910, blz. 138; Plum & Boehme, 2005, blz. 473)

Bijlage II De gecumuleerde mandaten van het directiecomité.

Naam	Uitgeoefende mandaten	Functie NBB
Dhr. Quaden	<p>lid RvB en de Algemene Raad van de ECB bestuurder van de BIB gouverneur van het IMF plaatsvervangend gouverneur van de Internationale Bank voor Wederopbouw en Ontwikkeling voorzitter van het CFS, Raad van toezicht van de overheid der financiële diensten voorzitter van beroepsvereniging van de openbare kredietinstellingen en studiecommissie vergrijzing vicevoorzitter van de Hoge Raad van Financiën lid Bureau Hoge Raad van Financiën lid RvB van het INR en de bestuurscommissie van het Carnegie Hero Fund</p>	gouverneur
Dhr. Coene	<p>lid economisch en financieel comité van de EU lid comité voor internationale betrekkingen van de ECB, het CFS lid Hoge Raad van Financiën en het bureau van de Hoge Raad van Financiën plaatsvervangend lid van de RvB en de Algemene Raad van de ECB plaatsvervangend lid van het Comité van gouverneurs van de G-10 en het internationaal monetair comité voorzitter van de afdeling financieringsbehoeften van de overheid van de Hoge Raad van Financiën</p>	vicegouverneur
Mevr. De Wachter	<p>lid directiecomité van de CBFA, het CFS lid Belgisch instituut voor openbare financiën en de commissie verzekeringen plaatsvervangend lid van het algemeen comité van de openbare kredietinstellingen adviseur van het Financial Stability Institute van de BIB</p>	directeur
Dhr. Smets	<p>voorzitter van het Steering Comité van het Belgisch financieel forum voorzitter van het Irving Fisher Committee on central-bank statistics ondervoorzitter van de Hoge Raad voor de Werkgelegenheid bestuurder van het Belgisch Instituut voor openbare financiën plaatsvervangend bestuurder van de BIB lid van het CFS en het comité van het Rentenfonds lid van het directiecomité van het Beschermingsfonds voor depositos en financiële instrumenten lid van de RvB van het INR, de studiecommissie vergrijzing, het comité economische politiek OESO lid directiecomité van het International Journal of Central Banking</p>	directeur

Naam	Uitgeoefende mandaten	Functie NBB
Mevr. Masai	<p>voorzitter RvB van het waarnemingscentrum voor krediet en schuld lid van het directiecomité van de CBFA en het CFS lid van RvB van het zilverfonds lid van RvB van het Koninklijk Instituut voor Internationale Betrekkingen</p>	directeur
Dhr. Hilgers	<p>lid van het CFS en het comité van het rentenfonds lid van directiecomité van het beschermingsfonds voor depositos en financiële instrumenten lid van de Hoge Raad van Financiën lid van de afdeling financieringsbehoeften van de overheid</p>	directeur
Dhr. Praet	<p>lid directiecomité van de CBFA en het CFS lid van de Hoge Raad van Financiën plaatsvervangend bestuurder BIB copresident van de Research Task Force van het Bazels comité voor banktoezicht plaatsvervangend lid van het comité van gouverneurs van de G-10 plaatsvervangend lid comité van het internationaal monetair en financieel comité lid van de Board van het Brussels European and Global Economic Laboratory bestuurder van de vzw XBRL België</p>	directeur
Dhr. De Batselier	<p>lid van het CFS lid van de Hoge Raad van Financiën lid van de afdeling financieringsbehoeften van de overheid</p>	directeur

Bron: Eigen samenstelling op basis van (NBB, 2008f)

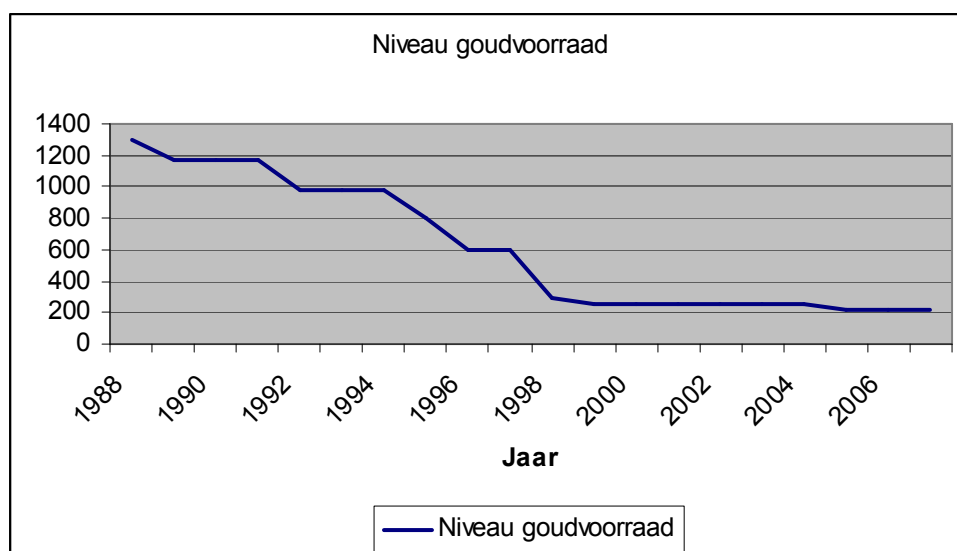
Bijlage III De goudverkopen van de NBB.

Bijlage III.1 Niveau goudvoorraad 1988-2007

Jaar	Verandering goudvoorraad	Niveau goudvoorraad
1988		1303
1989	127	1176
1992	202	974
1995	175	799
1996	203	596
1998	299	297
1999	38	259
2004	10,3	248,7
2005	30	218,7
2007		218,7

Bron: Eigen samenstelling op basis van (Janssens, 1997; NBB, 1999 t.e.m. 2008f)

Bijlage III.2 Niveau goudvoorraad 1988-2007 grafiek



Bron: Eigen samenstelling op basis van (Janssens, 1997; NBB, 1999 t.e.m. 2008f)

Bijlage IV De verkoopsovereenkomst bijhuis Kortrijk.

1. Uittreksel uit de notariële akte omtrent de verkoop van het bijkantoor te Kortrijk

DUURZAAM N° 1

2^e Degré van de No. 58 25 v.l.z. e. 2002 010-20

18-05-2002

Het jaar TWEEHONDERD EN TWEE
Op negenentwintig mei van dien laatstverloren
Voor ons Meester Pierre DE MAESSCHALCK, Notaris ter standplaats
Oostende.

ZIJN VERSCHENEN:

De Naamloze vennootschap **NATIONALE BANK van BELGIE** met
hoofzetel in Brussel, de Belfortstraat 14,
ingeschreven in het handelsregister te Brussel onder het nummer 22.300.
Met BTW-nummer BE 203201340.

Vennootschap opgericht in de vorm van een naamloze vennootschap, ingevuld
krachtens de wet van vijf mei achthonderd vijftig en waarvoor thans de
bepalingen gelden van enerzijds de wet van vierentwintig augustus negentienhond
dertien en anderzijds de wet van tweeëntwintig februari negentienhonderd achtentwintig tot vaststelling van het
opnieuw statuut van de Nationale Bank van België van de statuten, aangenomen
door de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van drieëntwintig
februari negentienhonderd negentien, goedgekeurd bij Koninklijk Besluit
van negen maart negentienhonderd negentien, en aanvullend, van de
bepalingen betreffende de naamloze vennootschappen,

waarvan de statuten, oorspronkelijk goedgekeurd krachtens het proces-verbaal
opgesteld door notaris Hubert SCHEFFEN, voorheen te Brussel, met inschikking
van notaris Camille HALICHAMP, voorheen te Bloem, op drieëntwintig september
negentienhonderd negentien bekendgemaakt in de Bijlage tot het Belgisch
Staatsblad van twee drie oktober erna onder nummer 13191,

waarvan de statuten herhaaldelijk werden gewijzigd en voor de laatste maal
ingevolge proces-verbaal opgesteld door notaris POSSOZ op tweeëntwintig
februari negentienhonderd negentien, per uittreksel bekendgemaakt in de
bijlagen tot het Belgisch Staatsblad onder nummer 990312-421.

Goedgekeurd bij Koninklijk Besluit van negen maart negentienhonderd
negentien, bekendgemaakt in de bijlagen tot het Belgisch Staatsblad van
drie april erna onder referentie N 99-966.

Hier vertegenwoordigd door:

De Heer **VANDENEDE** Karl Josef Maria, chef van het Departement Uitrusting
en Algemene Diensten, geboren te Mechelen op den tien augustus negentienhonderd
negentien, R.R. 390813-631-66, (identiteitskaart nummer 032 0025662-61
uitgereikt te Borchaizen op een april negentienhonderd achtentwintig), wonende
te Borchaizen, Elektervaldlaan 11.

Handelend overeenkomstig volmacht in brevet verleend voor notaris Luc POSSOZ
te Brussel op drieëntwintig januari tweehonderd en twee, geregistreerd, welke
volmacht alhier zal aangebracht blijven.

Hierin genoemd "de maatschappij-verkoperster".

Dawelke verkoperster verklaart bij doen te verkopen, af te staan en over te dragen
onder de gewone waarborg als naar recht en voor vrij, zuiver en onbelast van alle

voorrechten, hypotheek en alle andere belemmeringen haegenaamd.

AAN EN IN HET VOORDEEL VAN:

45-05 R

De Naamloze vennootschap **SOCIÉTÉ IMMOBILIERE et GARAGE de PHARE** met maatschappelijke zetel te Oostende Kapellestraat 75 bus 5, ingeschreven in het handelsregister te Oostende onder het nummer 727 Met BTW-nummer BE 405.281.935.

Opgericht bij akte verleden voor Notaris Van Dieet te Antwerpen op vijftien juni negentienhonderd achtenveertig, verschenen in de bijlagen tot het Belgisch Staatsblad van acht juli erna onder nr 10.109.

Waarvan de statuten laatzet werden goetgekeurd volgens notulen der algemene vergadering gehouden ten overstaan van Notaris Van Tieghem de Tien Berghes te Oostende op zesien december negentienhonderd zeventachtig, bekend gemaakt als goetge op zeven januari erna onder nr 870107-301.

Hier vertegenwoordigd door de heer Guy Bouxay - Haesaert, gedelegeerd bestuurder, RR 656408 019 67, (identiteitskaartnummer 221 009803834 uitgereikt te Oostende op vijftien juni negentienhonderd vierenveertig), woonend te 8400 Oostende, Kapellestraat, 75 bus 5, benoemd in die hoedanigheid bij beslissing van algemene vergadering en de raad van bestuur gehouden ten overstaan van notaris Maurice Henri Quaghebeur te Oostende op drie november negentienhonderd vierenveertig, waarvan het mandaat werd verlengd ingevolge beslissing van vijf november tweeduizend, gepubliceerd in de bijlagen tot het Belgisch Staatsblad onder nr 20601128-573

Hier vertegenwoordigd door de heer VERBORGHE Pierre Jean Lea Willy Jacques, makeker zoverende goederen, RR niet gekend, (identiteitskaartnummer 184 0195310 65 uitgereikt te Brugge op twaelf februari negentienhonderd zeventienveertig), geboren te Oostende op drie februari negentienhonderd vijftienveertig, echtgenoot van Mevrouw VANDESANDE Fabienne, beiden wonende te 8300 Brugge (Sint-Michaels) Sint-Andriessdreef 33/A, handelend overeenkomstig volmacht in brief verleden voor notaris Pierre De Maesschalek te Oostende op zesien mei tweeduizend en twee, geregistreerd, welke volmacht geheel aan bijvoen onderstaande akte.

Hier aanwezig en aanvaardend in naam en voor rekening van de vennootschap hierna genoemd "de maatschappij-koopster".

BESCHRIJVING VAN HET OUD

STAD KORTRIJK - eerste afdeling - ex. 1810.

Een gebouw met aanhoegheden op en met grond gelegen Doorniksestraat, 38, gekadastreerd in de sectie G nr 493 K. Hebbend een oppervlakte volgens kadaster van elf eren tachtig centiare (1180cc).

R
11/11/2003
17/4/23

Als volgt beschreven in de oorspronkelijke eigendomsaktes:

- een herenhuis met afdangen Doorniksestraat, 38 met uitweg naar de Sint Jordestraat, gekend ten kadaster in de sectie G nr 493 o voor een oppervlakte van

Verder is deze verkoop gedaan en aarwaard voor en mits de principale koopsom van VIJFHONDERD TWINTIGVIJFDEZIGENDEZEEVENZIGTIG EURO VEERTIG CEN (529.576,40 EUR)

De welke som de maatschappij-verkoperster arreed ontvangen te hebben van de maatschappij-koopster bij het verlijden dezer.

Waarover volledige kwijting en ontfeking.

VERKLARING OVER DE OORSPRONG VAN DE GELDEN.

Ondergetekende notaris bevestigt dat de betaling die hij persoonlijk heeft vastgesteld, verricht werd via de boekhouding van ondergetekende notaris na op datum van heten van de maatschappij-koopster ontvangen te hebben middels check 460043

op rekening nummer : 775 588210 40 van Makelaarskantoor B.V.B.A.
van volgende bank: BACOB, voor een grote bedrag te weten 584.772,64 EUR.

ONTSLAG AMBTSHAALVE INSCRIVING.

De hypotheekbewaarder weet uitdrukkelijk ontslagen bij de overschrijving dezer van enige ambtsalve inschrijving te nemen.

KEUZE VAN WOONST.

Voor de uitvoering dezer kiezen partijen woonst in hun respectievelijks woonplaats of maatschappelijke zetel.

VERKLARING VOOR DE B.T.W.

Partijen verklaren en erkennen dat de ondergetekende notaris Pierre De Maesschalck hen lezing heeft gegeven van artikel 62 paragraaf 2 en van artikel 73 van het wetboek der belastingen over de toegevoegde waarde.

Op uitdrukkelijke vraag van zelfde notaris heeft de maatschappij-verkoperster verklaard B.T.W.belastingsplichtig te zijn, onder nummer BE 263.201.340.

VERKLARING "PRO FISCO"

Partijen verklaren en erkennen dat de ondergetekende Notaris Pierre De Maesschalck hen lezing heeft gegeven van de bepalingen van het wetboek van de inkomstebelasting omtrent meerwaardeheffing.

VERKLARING VOOR DE REGISTRATIE.

Partijen verklaren en erkennen dat de ondergetekende notaris Pierre De Maesschalck hen lezing heeft gegeven van het artikel tweehonderd en drie van het wetboek der registratierechten.

De in de voorgaande akte vernoemde maatschappij-koopster verklaart dat de overeenkomst, voorwerp van dezelfde akte, dateert van na éénendertig december tweenduisend en één

Bekekenheid

De verschijnere verklaren volledig rechtbekwaam te zijn (zij hebben geen bijstand nodig van een voorlopig bewindvoerder, gerechtelijk raadman of ouster) en niet in staat van faillissement, kerselijk overvrogen of onbekwaamheid te verkeeren.

2. Uitreksel uit de notariële akte omtrent de verkoop van het bijkantoor te Kortrijk

bladzijde 1

Notariële Akte van de Notaris van Kortrijk

Het jaar TWEEDEZEND EN DRIEGE

Op aangeven van de heer **Pierre DE MAESSCHALCK**, Notaris ter standplaats Kortrijk.

ZIJN VERSCHENEN

De Directie van de Maatschappij SOCIÉTÉ IMMOBILIÈRE et GARAGE DE PEARL met maatschappelijke zetel te Oostende Kapellestraat 76 bus 5, ingeschreven in het handelsregister te Oostende onder het nummer 727 Met BTW-nummer BE 409.281.833.

Opgericht bij akte verleden voor Notaris Van Driest te Antwerpen op vijftien juni negentienhonderd zeventien, verschenen in de bijlagen tot het Belgisch Staatsblad van acht juli eera onder nr 10.109.

Waarvan de statuten laten werden gewijzigd volgens oorden der algemene vergadering gehouden ten overstaan van Notaris Van Hoogen de Ten Berghe te Oostende op zestien december negentienhonderd zeventien, bekend gemaakt als geteeld op zeven januari eera onder nr 870107-301.

Hier vertegenwoordigd door de heer **BOUSSY-MAESAERT Guy**, gedelegeerd bestuurder, RR 450463 61967, (identiteitskaartnummer 221 0098088 34 uitgereikt te Oostende op vijftien juni negentienhonderd zeventien), wonend te 8400 Oostende, Kapellestraat, 76 bus 5, benoemd in die hoedanigheid bij beslissing van algemene vergadering en de raad van bestuur gehouden ten overstaan van notaris Maurice Harel Quaghebeur te Oostende op drie november negentienhonderd zeventien, waarvan het minutes werd verleend ingevolge beslissing van vijf november tweeduizend, gepubliceerd in de bijlagen tot het Belgisch Staatsblad onder nr 20001138-573.

Hier vertegenwoordigd door de heer **VERBORCH Pierre Jean-Luc Willy** Ingezet, maatschappelijke directeur, RR niet gekend, (identiteitskaartnummer 184 0195310 65 uitgereikt te Brugge op twaalf februari negentienhonderd zeventien), geboren te Oostende op drie februari negentienhonderd vijftien, echtgenoot van Mevrouw **VANDESANDE Fabienne**, beiden wonende te 8000 Brugge (Star-Michiels), Sint-Andriessdreef 33A, handlenend overeenkomstig volmacht in brevet verleden voor notaris Pierre De Maesschalck te Oostende op zestien mei tweeduizend in twee, geregistreerd, welke volmacht gehecht is gebleven de rijkse aankoop larens NV "Nationale Bank van België" verleden voor ondergetekende notaris voortsigandelijk aan deze, welke akte afwezigescreven worden op het tweede hypothecaire kantoor te Brugge.

Hiera genoemd "de verkopers".

Dezelbe verkopers verklaren bij doen te verkopen, af te staan en over te dragen onder de gewone waarborg als naar recht en voor vrij, zuiver en onbelast van alle voorrechten, hypothecken en alle andere belemmeringen hoogenstant.

AAN EN IN HET VOORDEEL VAN:

De Coöperatieve Vereniging **FEDERALE KAS VOOR HET BEROEPS-
KREDIET** hebbende haar sociale zetel te KORTRIJK, Koning Albertstraat 12,
Handelsregister Kortrijk nummer 12916
BTW nummer BE 405.338.848.

waarvan de statuten verschenen zijn in het Belgisch Staatsblad van achttien en
negentien juni negentienhonderd vierentwintig - acte nummer 9113 gewijzigd in
de bijlagen van twee oktober negentienhonderd vijftien en drie nummer 177,
gewijzigd in de bijlagen van vijftien en twintig november negentienhonderd drie en negentien
onder nummer 911523-441 en later gewijzigd bij akten van Notaris Boon te
Kortrijk op dertig september negentienhonderd zeventien en op vijf
november negentienhonderd zeventien en verschenen in de bijlagen van
respectievelijk drie en twintig oktober negentienhonderd zeventien onder
nummer 971823-306 en 2.12.1997 onder nummer 971503-285 hier verzetwoord-
digd door:

Hier vertegenwoordigd door:

1. De Heer **VAN DEN BERGHE** Jozef Luc Marcel Palmer, geboren te Kortrijk op
vijftien en twintig juni negentienhonderd vijf en vijftig, RR 350604 13743, (identiteits-
kaart nummer 209 0123743 07 uitgereikt te Kortrijk op tien maart negentienhonderd
zeventien en negentig), wonende te 8510 Kortrijk, Groene Dreef 7,
2. De Heer **BUYSSCHAERT** Bernard Adolf Neel, geboren te Kortrijk op zeven
november negentienhonderd één en vijftig, RR 511107 391 62, (identiteitskaart
nummer 209 0130745 62 uitgereikt te Kortrijk op drie en twintig juni negentienhonderd
zeventien en negentig), wonende te 8510 Kortrijk, Rollegansweg 30.
hazdeland overeenkomstig de volmacht hier vermeld conform artikel 11 der
statuten, gezamenlijk handelend in hun hoedanigheid van volmachteligen. A
hanserd bij beslissing van de raad van bestuur van twee en twintig december
negentienhonderd negentien en negentig, gepubliceerd in de bijlage tot het Belgisch
Staatsblad desdats één februari tweeëntwintig onder nummer 2603 03 01-314.

Hier aanwezig en aanwezig in naam en voor rekening van de vennootschap
Hierna genoemd "de Kaspen".

BESCHRIJVING VAN HET GOED

STAD KORTRIJK - eerste afdeling - re. één.

Een gebouw met aanhangen op en met grond gelegen Doorniksestraat, 38,
gekadastraal in de sectie G nr 493 K. Hebbend een oppervlakte volgens kadaster
van elf een tachtig centiares (11a 80ca).

Als volgt beschreven in de oorspronkelijk eigendomsaktes:

- een herenhuis met afdangen Doorniksestraat, 38 met uitweg naar de Sint
Jansstraat, gekend ten kadaster in de sectie G nr 493 a voor een oppervlakte van
acht one twintig centiares (8 a 20 ca)
- een handelsaktes met afdangen en grond gelegen te Kortrijk, Sint Jansstraat,
nummer 7, bekend ten kadaster sectie G nr 493 H met een oppervlakte van drie
one twintig centiares (3 a 20 ca)

Handwritten notes:
Kortrijk
12.12.1997

Handwritten notes:
Kortrijk
12.12.1997

2

of die aanspreek kan geven tot een aanspreekverplichting, tot gebruikbeperkingen of tot andere maatregelen die de overheid in dit verband kan opleggen.

Voorzover voorgaande verklaring door de verkoper te goeder trouw afgeleverd werd, neemt de koper de risico's voor eventuele bodoverrechtmatiging en de schade zowel als de kosten die daaruit kunnen voortvloeien op zich, en hij verklaart dat de verkoper hiervoor tot geen vrijwaring zal zijn gehouden.

PRIS-KWIJTING

Verder is deze verkoop gedaan en uitgevoerd voor en min de principale koopprijs van NEGENHONDERD ERFVENNEGENTIGDUIZEND VIEFHONDERD VIERENZVENTIG EURO NEGEN CENT (991.574,09 EUR).

De welke som de verkopert rekenen ontvangen te hebben van de kopers als volgt:

Voorafzondelijk aan deze de som van NEGENENNEGENTIGDUIZEND HONDERDZEVENENVIJFTIG EURO VEERTIG CENT (99.157,40 EUR).

En het saldo of de som van ACHT HONDERD TWEEENNEGENTIGDUIZEND VIERHONDERDZEFTIEN EURO NEGENENZESTIG CENT (892.416,69 EUR) eveneens voorafzondelijk aan deze.

Waarover volledige kwijting en ontlasting.

VERKLARING OVER DE OORSPRONG VAN DE GELDEN.

Ondergetekende notaris bevestigt dat de betaling die hij persoonlijk heeft vastgesteld, vereuld werd via de boekhouding van ondergetekende notaris na op datum van het van koper ontvangen te hebben.

- . middels storting;
- . op rekening nummer : 115-3651749-55 op naam van Notarisbureau Pierre De Maesschele BVBA
- . bij volgende bank : Federale Kas voor Beroepscrediet CV

ONTLAG AMTSHALVE INSCRIFING.

De hypotheekbewaarder heeft uitdrukkelijk aanslagen bij de overschrijving deze van enige amts halve inschrijving te nemen.

over

KEUZE VAN WOONST.

Voor de uitvoering deze kiezen partijen woonst in hun respectievelijke woonplaats of maatschappelijke zetel.

BEWIJS VAN BURGERLIJKE STAND.

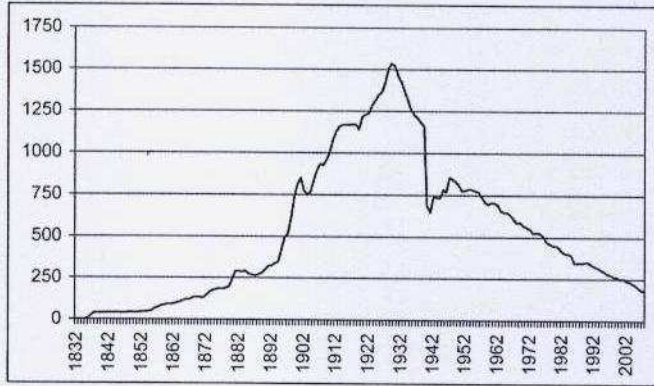
A. De notaris bevestigt dat de identiteit van de coöperanten hem werd aangewezen aan de hand van hogervermeld bewijskrachtige identiteitsbewijzen.

B. Om te voldoen aan de verplichtingen opgelegd door de Hypotheekwet bevestigt de notaris op zicht van uittreksels uit de registers van de burgerlijke stand dat de namen, voornamen, datum en plaats van geboorte van de partijen overeenstemmen met onderhadige vermelding. Derijkeregisternummers werden alhier vermeld met het uitdrukkelijk akkoord van de betrokken partijen.

VERKLARING VOOR DE B.T.W.

Bijlage V De dekkingsgraad van de SCOB-20 doorheen de tijd.

Grafiek 1: Evolutie van het totale aantal aandelen op de Brusselse Beurs (1832-2007)



Bron: SCOB databank.

Grafiek 2: Marktkapitalisatie SCOB 20 als percentage van de totale marktkapitalisatie van alle aandelen van Belgische bedrijven (met voornaamste activiteit in België)



Bron: SCOB databank.