

DE JURISPRUDENTIËLE BESCHERMING VAN DE MINDERHEIDSAANDEELHOUDER TEGEN DOOR DE MEERDERHEID OPGEZETTE BESCHERMINGSCONSTRUCTIES

door

K. GEENS
Docent K.U. Leuven

INHOUD

I. INLEIDING

1. De beschermingsconstructies ingedeeld naar oorsprong en gevolg (nrs. 1-4)
2. De minderheidsaandeelhouder en de beschermingsconstructies (nrs. 5-6)
3. De jurisprudentiële minderheidsbescherming tegen de statutaire meerderheidsbescherming (nrs. 7-9)

II. DE AARD VAN HET STEMRECHT

1. Relevantie van de vraag (nr. 10)
2. Het stemrecht van de bestuurders in de raad van bestuur (nr. 11)
3. Het stemrecht van de aandeelhouders in de algemene vergadering (nrs. 12-14)

III. HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP

1. Negatief of positief te formuleren (nr. 15)
2. Twee visies op één belang (nrs. 16-18)

IV. DE TOETSING VAN HET STEMRECHT AAN HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP GESCHIEDT MARGINAAL (nr. 19)

1. De gradaties in de marginaliteit van de toetsing (nrs. 20-22)
2. De enig juiste beslissing bestaat niet (nr. 23)

V. AFWENDING VAN BEVOEGDHEID vs. MISBRUIK VAN STEMRECHT OF MEERDERHEID (nrs. 24-25)

VI DE RAAD VAN BESTUUR: HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP EN AFWENDING VAN STEMRECHT

1. Aan welk belang moet op welke manier getoetst worden? (nrs. 26-27)
2. Toepassing op de preventief-defensieve beschermingsconstructies: de toetsing van gedelegeerde doelgebonden bevoegdheden
 - a. Toegestaan kapitaal, converteerbare obligatielening en warrants (nrs. 28-29)
 - b. Wie heeft de oorspronkelijke bevoegdheid tot kapitaalverhoging? (nrs. 30-32)
3. Toepassing op het louter defensief verweer van de raad van bestuur zelf
 - a. De principiële vraag: mag de raad van bestuur zelf verweer voeren? (nrs. 33-34)

- b. Welke normen kunnen door de rechter aan de houding van de raad van bestuur bij een overnamestrijd gesteld worden? (nrs. 35-38)
- c. Een recente Amerikaanse synthese (nrs. 39-40)

VII. *DE MEERDERHEID IN DE ALGEMENE VERGADERING: HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP vs. MISBRUIK VAN RECHT EN GOEDE TROUW* (nr. 41)

1. De foutvereiste: contractueel rechtsmisbruik is een tekortkoming aan de eisen van de goede trouw (nr. 42)
2. De concretisering van de goede trouwvereiste
 - a. De rechtsmisbruikcriteria (nr. 43)
 - b. De opzetvereiste in vraag gesteld: de partijbeslissing (nr. 44)
 - c. Misbruik van recht: objectieve kwade trouw volstaat (nrs. 45-46)
3. Misbruik van recht en schade (nr. 47)

VIII. *HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP EN HET GELIJKHEIDSBEGINSEL*

1. Formele en materiële gelijkheid (nrs. 48-51)
2. Toepassing op de uitsluiting van voorkeurrecht
 - a. Het stemrecht van de aandeelhouder bij de uitsluiting van voorkeurrecht (nrs. 52-57)
 - b. Het belang van de vennootschap bij de uitsluiting van het voorkeurrecht: positief of negatief? (nrs. 58-61)
 - c. De uitsluiting van voorkeurrecht en de gelijkheid in de winst (nrs. 62-66)

IX. *HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP EN DE VERWORVEN RECHTEN*

1. Inleiding: het gevolg van het verworven karakter van een recht (nrs. 67-78)
2. De 'theorie van de verworven rechten' is enkel relevant voor statutaire rechten. Opsomming van enkele wettelijke rechten.
 - a. Het stemrecht (nr. 70)
 - b. Het recht op overdraagbaarheid (nr. 71)
 - c. Het recht niet uitgesloten te worden: aandelen (nr. 72)
obligaties (nrs. 73-74)
winstbewijzen (nr. 75)
 - d. Het recht op beperking van de aansprakelijkheid (nr. 76)
 - e. Essentiële elementen van de vennootschap (nr. 77)
 - f. Voorkeurrecht (nr. 78)
3. Drie soorten verworven statutaire rechten? (nr. 79)
4. Verworven rechten van een categorie
 - a. De lange geschiedenis van art. 71 Venn.W. (nrs. 80-83)
 - b. De afschaffing van een categorie is onmogelijk (nr. 84)
 - c. Toepassing: de toevoeging van een categorie (nrs. 85-86)
5. Verworven rechten van alle aandeelhouders

- a. Het principe verworpen (nr. 87)
 - b. Toepassing: de verworven rechten op overdraagbaarheid en later in de statuten opgenomen aanvaardingsclausules (nrs. 88-89)
6. De rechten verworven aan individuele aandeelhouders (nr. 90)

I. INLEIDING(1)

1. De beschermingsconstructies ingedeeld naar oorsprong en gevolg

1. Beschermingsconstructies willen voorkomen dat de machtsverhoudingen in een naamloze vennootschap zich 'ongevraagd' zouden wijzigen in een zin die nadelig is voor de gevestigde meerderheid, of die ten koste zou zijn van de zetelende raad van bestuur.

2. In de beschermingsconstructies moet onderscheid gemaakt worden tussen diegene die louter preventief, deels preventief-deels defensief en louter defensief bedoeld zijn(2).

Louter preventieve beschermingsconstructies willen voorkomen dat buitenstaanders zelfs nog maar belangstelling zouden krijgen om ongevraagd een wijziging te brengen in de vennootschappelijke machtsverhoudingen.

Van deels preventief-deels defensieve beschermingsconstructies gaat ook een zeker afschrikkingseffect uit op geïnteresseerde buitenstaanders, maar deze afschrikking is juist een gevolg van het verweermecanisme dat in werking zal gezet worden wanneer de buitenstaander tot de actie overgaat. Indien dit mechanisme automatisch reageert, zonder enige verdere tussenkomst van de raad van bestuur of de algemene vergadering, spreekt men van een 'poison pill'.

(1) Toen ondergetekende werd gevraagd deze bijdrage te schrijven bestond de kans dat het sedert een zestal maanden voorbereid wetsontwerp Wathelet m.b.t. kruisparticipaties, beschermingsconstructies, minderheidsvordering e.d. spoedig zou neergelegd worden bij één van de Kamers. Bij het ter perse gaan (15 januari 1989) was dit nog niet geschied.

(2) Voor recente overzichten naar buitenlands recht.

Nederland: BRENNINKMEIJER, A.M., „Aantastbaarheid van beschermingsconstructies, in het bijzonder van preferente beschermingsaandelen”, in *Van vennootschappelijk belang (bundel J.M.M. Maeijer)*, Zwolle, Tjeenk Willink, 1988, 7; DE ROOY, R.E., „Commentaar op de rapporten beschermingsconstructies”, *Bank- en effectenbedrijf*, 1988, 114; HONEE, J. M. H., „Beschermingsconstructies”, *De N.V.*, 1988, 84; MAEIJER, J.M.M., „Beursoverval op beschermingsconstructies”, *N.J.B.*, 1988, 517; SLAGTER, W.J., „Macht en onmacht van de aandeelhouder”, *Dies natalis-rede Erasmus Universiteit Rotterdam*, Deventer, Kluwer, 1988.

Frankrijk: VATINET, R., „Les défenses anti-OPA”, *Rev. Soc.*, 1987, 539.

Groot-Brittannië: DANZIGER, Y., „Remedial defensive tactics against take-overs”, *Company Lawyer*, 1983, 3-13.

Verenigde Staten: BLOCK, D.J. en PITT, H.L., „Hostile battles for corporate control 1988”, in *Course Handbook Series* (Nr. 592), (ed. Practising Law Institute), 1037 pp.; HOCHMAN, S.A. en FOLGER, O.D., „Deflecting take-overs: charter and by-law techniques”, *The Business Lawyer*, 1979, 537.

Louter defensieve beschermingsconstructies tenslotte komen te laat als afschrikkingsmiddel, maar pogen alsnog te voorkomen dat de buitenstaander zijn doel zou bereiken.

Een geslaagde louter preventieve bescherming zal veelal gelegen zijn in een juiste rechtsvormkeuze. Wanneer geopteerd wordt voor de omvorming van een N.V. in een B.V.B.A. of in een Commanditaire vennootschap op aandelen(3), doet dit raiders allicht definitief afzien van deze prooi.

De deels preventief-deels defensieve technieken ('pre-planned defense strategy') zijn het best bekend. Zo heeft de machtiging verleend door de algemene vergadering aan de raad van bestuur om het kapitaal te verhogen een preventief effect. De raider die daarvoor niet terugschrikt, loopt het risico op het kritieke moment 'afgeblokt' te worden door een verwatering van het pas verworven aandeel. De obligatielening met warrants is een mooi voorbeeld van een echte 'poison pill'.

De louter defensieve technieken lopen de gebeurtenissen achterna. De afkoop van de raidersaandelen door een 'white knight' of door het management (LMBO)(4) zijn er goede voorbeelden van.

3. Het is duidelijk dat deze indeling van de beschermingsconstructies weliswaar helpt de stof te ordenen, maar niet volledig sluit. Zo heeft de recente geschiedenis van de N.V. ASSUBEL uitgewezen dat statutaire overdraagbaarheidsbeperkingen t.a.v. nominatieve aandelen de kapers niet altijd van de kust weten te houden: het bleek, anders dan men misschien zou verwachten, niet om een zuiver

(3) Deze rechtsvorm die sedert 1873 gestadig achteruit gegaan was, en waarvan de afschaffing reeds bij wetsvoorstel werd gesuggereerd, schijnt aan een renaissance toe: de in een N.V. of B.V.B.A. ondenkbare combinatie van enerzijds, statutaire zaakvoerders en anderzijds, ter beurs genoteerde aandelen, is erg aantrekkelijk als beschermingsconstructie, indien men als statutair zaakvoerder-werkend vennoot bereid is de onbeperkte aansprakelijkheid in koop te nemen. Zie voor Frankrijk: ZAPALSKI, P., „Le retour des sociétés en commandite”, *Entreprises*, 23 februari 1987, 5.

(4) Bij de Leveraged Management Buy Out (LMBO) blijft art. 52^{ter} Venn.W. wel voor problemen zorgen: BLUMBERG, J.P., „De leveraged management buy-out”, *T.B.H.*, 1989, (te verschijnen); FAES, P., „De (leveraged) management buy-out: een pleidooi voor de aanpassing van de vennootschapswetgeving”, *T.R.V.*, 1988, (431), 434-435. Het verbod van art. 52^{ter} kan misschien omzeild worden door oprichting van personeelscoöperatieven die met 'continuïteitsbijdragen' vanwege de werkgever-vennootschap aandelen in die vennootschap kopen (zie Financieel Economische Tijd van 4 november 1988). Zie daarover in de VS: BRECHER, A.G., LAZARUS III, S. en GRAY, W.A., „The function of employee retirement plans as an impediment to takeovers”, *The Business Lawyer*, 1983, 503.

preventieve, maar ook om een deels defensieve beschermingsconstructie te gaan(5).

Ook de techniek van de kapitaalverhoging zal nu eens louter defensief zijn — wanneer de algemene vergadering zelf er gebruik van zou maken gedurende een raid, en dan weer tevens deels preventief — wanneer de raad van bestuur de bevoegdheid toegewezen krijgt om er in voorkomend geval gebruik van te maken.

4. Naast de indeling naar het (defensief/preventief) effect dat zij beogen, kan men de beschermingsconstructies ook indelen naar hun bron.

Vooreerst zijn er de beschermingsconstructies die in de statuten van de vennootschap zelf staan ingeschreven.

Daarnaast zijn er de conventionele beschermingsconstructies waarbij aandeelhouders die gezamenlijk over een (quasi)meerderheidsparticipatie beschikken, overeenkomen — onderling en volledig buiten de statuten om — om deze meerderheid niet te breken door een onaangekondigde verkoop van aandelen aan derden (zgn. 'right of first refusal')(6). Dergelijke overeenkomst kan zelfs de vorm aannemen van een holdingvennootschap, of van een ketting van holdings ('une fusée a étages')(7).

Tenslotte is er het verweer dat de raad van bestuur zelf kan voeren, en dit buiten de statuten en conventies tussen aandeelhouders om. Dit soort verweer zal er meestal toe willen bijdragen dat de vennootschap niet in handen komt van de raider, maar wel van een derde of van het management.

Vanuit principieel standpunt is dit zeker het verweertype dat het meeste moeilijkheden oplevert: het werd niet door de aandeelhouders zelf in de statuten ingeschreven, maar het verloopt ook niet geheel buiten de vennootschap om, zoals een aandeelhoudersovereenkomst dat wel doet.

Bij het voeren van dergelijk verweer worden de bestuurders geplaagd

(5) Zie daarover: K. Ged. Kh. Brussel, 5 januari 1988, *T.R.V.*, 1988, 160, noot TYTECA, J.; BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag*, 1987-88, p. 87-93.

(6) RALET, O., „Les conventions d'actionnaires”, *D.A.O.R.*, 1986-87, 369; WYCKAERT, M., „De conventionele bescherming van de minderheidsaandeelhouder”, in: *De bescherming van de minderheidsaandeelhouder*, Studiedag van het Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, 9 december 1988, V.

(7) RALET, O., „Sauvegarde et contrôle de la stabilité de l'actionnariat des sociétés anonymes”, *D.A.O.R.*, 1988, (9), 14 e.v.; voor Frankrijk: VATINET, R., „Les défenses anti-OPA”, *Revue des Sociétés*, 1987, (540), 550; voor Nederland: DE ROOY, R.E., „Commentaar op de rapporten beschermingsconstructies”, *Bank- en effectenbedrijf*, 1988, (114), 116.

door een permanent belangenconflict, met name tussen hun eigen wens om aan het roer te blijven enerzijds en het belang van de vennootschap anderzijds; daarmee wil zeker niet gezegd zijn dat discontinuïteit op bestuursniveau per se in het belang van de vennootschap is; bedoeld wordt enkel dat het moeilijk is voor de bestuurders zelf om te oordelen over wat wel in het belang van de vennootschap is, nu het duidelijk niet in hun belang is dat de controle over de vennootschap in andere handen terecht komt.

In deze bijdrage zal de nadruk liggen op de statutaire beschermingsconstructies, en op het verweer gevoerd door de raad van bestuur buiten de statuten om. De conventionele beschermingsconstructies blijven buiten beschouwing(8).

2. De minderheidsaandeelhouder t.a.v. de beschermingsconstructie

5. De verhouding van de gevestigde minderheidsaandeelhouder tot beschermingsconstructies is enigszins ambigu.

Natuurlijk is de beschermingsconstructie niet geconcipieerd om de gevestigde — kleine en grote — minderheidsaandeelhouders in het zadel te houden.

Maar de beschermingsconstructie is al evenmin opgezet om de gevestigde minderheidsaandeelhouders in de wind te zetten, zoals dat bijvoorbeeld bij de onderhandse overdracht van een controleparticipatie wel het geval kan zijn.

De beschermingsconstructie is er veeleer op gericht buitenstaanders of minderheidsaandeelhouders met overnamepretenties tegen te houden.

6. De gewone minderheidsaandeelhouder is bij de uitwerking en toepassing van beschermingsconstructies niet meer dan een toeschouwer die nadeel kan lijden maar ook voordeel kan doen.

Dat voordeel zal niet zelden gelegen zijn in de prijs die de raider — om zijn overnamepretenties te kunnen staven — bereid is te betalen voor een 'startpositie' of voor de 'laatste stoot'.

Het mogelijk nadeel voor de kleine minderheidsaandeelhouder zou kunnen te maken hebben met de premie die 'white knights' of het management bereid zijn te betalen om de raider uit te kopen, premie die de gewone minderheidsaandeelhouder niet te beurt valt (zgn. 'greenmailing').

(8) Zie daarvoor voetnoten 6 en 7.

Het mogelijk nadeel voor de grote minderheidsaandeelhouder zou kunnen bestaan in de stem-, reserve- en dividendverwatering die zijn aandeel lijdt ingevolge zekere beschermingsmaatregelen — zoals bijvoorbeeld een kapitaalverhoging buiten voorkeurrecht.

‘De’ type-minderheidsaandeelhouder die geconfronteerd wordt met beschermingsconstructies bestaat dus niet(9). Er is vooreerst de raider zelf, waartegen de meerderheid en de raad van bestuur zich willen beschermen. Daarnaast is er de minderheidsaandeelhouder die voor de raid al een belangrijke (i.t.t. een beleidsbepalende) participatie bezat, en deze niet wenste uit te breiden. Tenslotte is er de kleine belegger.

3. *De jurisprudentiële minderheidsbescherming tegen de statutaire meerderheidsbescherming*

7. Een statutaire beschermingsconstructie kan niet tot stand komen zonder dat de algemene vergadering er minstens de eerste aanzet toe gegeven heeft: dergelijke beschermingsconstructie vergt immers een statutenwijziging.

De strenge quorum- en meerderheidsvereisten (3/4) van artikel 70 Venn.W. betekenen voor de minderheidsaandeelhouder een vorm van wettelijke bescherming(10).

Tegenwoordig wordt zelfs aanvaard dat minderheidsaandeelhouders die over een blokkeringsminderheid beschikken van deze wettelijke bescherming misbruik kunnen maken(11).

Bij gebrek aan dergelijke blokkeringsminderheid staat de minderheidsaandeelhouder nochtans relatief machteloos tegen een formeel regelmatig genomen besluit van de algemene vergadering(12) tot invoering van een statutaire beschermingsconstructie.

Er zal derhalve moeten nagegaan worden in welke mate een beroep

(9) Vgl. SLAGTER, W.J., „Macht en onmacht van de aandeelhouder”, *t.a.p.*, 23 e.v.

(10) Zie daarover, LIEVENS, J., „De wettelijke bescherming van de minderheidsaandeelhouder”, in *De bescherming van de minderheidsaandeelhouder*, Studiedag van het Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, 9 december 1988, I, p. 24-26, nrs. 30-33.

(11) Zie nog recent: RONSE, J. en GEENS, K., „Het misbruik van minderheidspositie”, in *Van vennootschappelijk belang (bundel J.M.M. Maeijer)*, Zwolle, Tjeenk Willink, 1988, 227; SIMONT, L., „Réflexion sur l’abus de minorité”, in *Liber Amicorum Ronse*, Gent, Story Scientia, 1986, 307; voor Frankrijk: BOIZARD, M., „L’abus de minorité”, *Rev. Soc.*, 1988, 367.

(12) Voor de nietigheidsgrond die een formeel onregelmatig genomen besluit tot statutenwijziging kan opleveren, moet onderscheid gemaakt worden tussen de echte vormgebreken (SIMONT, L., „La loi du 6 mars 1973 modifiant la législation relative aux sociétés commerciales”, *R.P.S.*, 1974, nr. 5182, p. 230, nr. 104) en de tekortkomingen aan de regels van behoorlijke beraadslaging (RONSE, J. e.a., „Overzicht van rechtspraak (1968-1977). Vennootschappen”, *T.P.R.*, 1978, p. 814, nr. 186).

op de rechter ten gronde(13) soelaas kan bieden (zgn. jurisprudentiële bescherming).

Dergelijke vordering zal meestal strekken tot nietigverklaring van het besluit tot statutenwijziging- soms ook tot schadeloosstelling(14).

8. De raad van bestuur zal niet zelden de statutair reeds voorziene 'deels preventief, deels defensieve' beschermingsconstructie 'effectueren' wanneer de raider aanvalt (bv. toegestaan kapitaal). Daarnaast kan de raad van bestuur ook 'louter defensief' optreden buiten de statuten om (hoger, nr. 4). Tegen dergelijke formeel regelmatig genomen(15) beslissingen van de raad van bestuur staat de minderheidsaandeelhouder opnieuw relatief machteloos.

Ook hier moet worden nagegaan in welke mate soelaas kan geboden worden door een vordering tot nietigverklaring van het bestreden besluit van de raad van bestuur bij de rechter ten gronde.

9. De vraag is dan op welke rechtsgrond dergelijke vordering tot nietigverklaring van een beslissing van de algemene vergadering of van de raad van bestuur zal gesteund zijn: misbruik van meerderheid, schending van verworven rechten, schending van het gelijkheidsbeginsel, afwending van bevoegdheid ...

De meeste van deze rechtsgronden en begrippen houden verband met de aard van het stemrecht in en het besluit van de algemene vergadering, resp. raad van bestuur, alsook met de inhoud van het 'belang van de vennootschap'. Het is immers in dat belang dat het stemrecht moet uitgeoefend, resp. het besluit moet genomen worden.

(13) Zie over de tussenkomst van de rechter in kort geding: HORMANS, G., „De bescherming van de minderheidsaandeelhouder in kort geding”, in *De bescherming van de minderheidsaandeelhouder*, Studiedag van het Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, 9 december 1988, III; RAES, S., „Het kortgeding in vennootschapszaken”, *T.R.V.*, 1988, 327.

Over de bescherming door de Bankcommissie, WYMEERSCH, E., „De bescherming van de minderheidsaandeelhouder in de administratieve praktijk van de Bankcommissie”, in *De bescherming van de minderheidsaandeelhouder*, Studiedag van het Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, 9 december 1988, IV.

(14) In deze bijdrage wordt aan de sancties verder geen aandacht besteed. Dit wordt ten dele verantwoord doordat zoveel geschillen reeds in kort geding 'eindigen' of in een minnelijke schikking worden opgelost, en ten dele doordat hierover weinig nieuws te zeggen valt na eerdere publicaties: COPPENS, P., *L'abus de majorité dans les sociétés anonymes*, Gembloux, Duclot, 1947, nrs. 84-91, p. 114-120; LIEVENS, J., „De bescherming van de minderheidsaandeelhouder in de vennootschap naar geldend en komend recht”, *R.W.*, 1983-84, (2415), nrs. 19 e.v.; RONSE, J., „Nietigheid van besluiten van organen van de naamloze vennootschap”, *Preadvies voor de Jaarvergadering van de Vereniging voor de Vergelijkende studie van het recht van België en Nederland*, 1966 (verder wordt verwezen naar de overdruk van dit preadvies dat ook verschenen is in het Jaarboek X voor 1965-66 van gemelde Vereniging); RONSE, J. en GEENS, K., „Het misbruik van minderheidspositie”, in *Van vennootschappelijk belang (Bundel J.M.M. Maeijer)*, Zwolle, Tjeenk Willink, 1988, (227), 246-249.

(15) Zie voetnoot 12.

Het is derhalve geen overbodige luxe om eerst enige duidelijkheid te scheppen in de aard van het stemrecht en de inhoud van het vennootschapsbelang. Gaandeweg zal het dan mogelijk worden de aangehaalde rechtsgronden te situeren en toe te passen op de beschermingsconstructies (telkens aangekondigd met het titeltje: toepassing).

II. DE AARD VAN HET STEMRECHT

1. Relevantie van de vraag

10. In België is zeer veel inkt gevloeid over de vraag of het stemrecht al dan niet een doelgebonden bevoegdheid is. De beantwoording van deze vraag lijkt de auteurs van cruciaal belang te zijn om misbruikcriteria te kunnen opstellen. De vraag naar het karakter en de grenzen van een recht is nooit overbodig. Kan het immers toeval heten dat juist twee van de grootste rechtsgeleerden, met name MEIERS aan Nederlandse zijde⁽¹⁶⁾ en Jean DABIN aan Belgische zijde⁽¹⁷⁾, zich uitvoerig hebben ingelaten met het rechtsmisbruik en de classificatie van de subjectieve rechten?

Toch moet er nu reeds voor gewaarschuwd worden dat een te overdreven belang zou gehecht worden aan het antwoord op de vraag naar de aard van het stemrecht. De uitoefening van het stemrecht in één of andere zin blijft een subjectieve aangelegenheid die uiteraard een zekere beleids marge vergt. Wat dus ook het oordeel zij van de doctrine over de aard van het stemrecht, steeds zal de toetsingsbevoegdheid van de rechter marginaal zijn (verder, nrs. 19 e.v.).

Voor een duidelijke beantwoording van de vraag naar de aard van het stemrecht moet in elk geval onderscheid gemaakt worden tussen het stemrecht van de bestuurders in de raad van bestuur en dat van de aandeelhouders in de algemene vergadering. De vergelijking zal immers toelaten de zaken bijzonder scherp te stellen.

2. Het stemrecht van de bestuurders in de raad van bestuur

11. Meestal is de raad van bestuur de emanatie van de meerderheid binnen de algemene vergadering.

Zelfs bij een evenredige vertegenwoordiging van meerderheid en

(16) „Misbruik van recht en wetsontduiking”, *Annalen voor Rechtsgeleerdheid en Staatswetenschappen*, 1936-37, 703; *Verz. Priv. Opstellen*, I, 62 e.v.

(17) *Le droit subjectif*, 1952.

minderheid in de raad van bestuur(18) zal de minderheid zelden in de gelegenheid zijn haar machtspositie te gebruiken of misbruiken vermits de wetgever haar geen enkele machtspositie toekende binnen de raad van bestuur: de beslissingen van de raad van bestuur worden bij gewone meerderheid genomen, zoals in vertegenwoordigende lichamen gebruikelijk is (artt. 54 en 67 Venn.W.).

Slechts wanneer een statutaire clausule voor bepaalde bestuursbeslissingen in de noodzaak van een gekwalificeerde meerderheid voorziet, kunnen de minderheidsbestuurders impact hebben op de besluitvorming(19).

Buiten kijf staat dat het stemrecht van de bestuurders, zoals de bestuursbevoegdheid in het algemeen, een functionele bevoegdheid is(20). Het functioneel karakter van de bestuursbevoegdheid impliceert dat zij uitsluitend in het belang van de vennootschap mag uitgeoefend worden: zoniet is er bevoegdheidsafwending (verder, nrs. 26 e.v.).

3. Het stemrecht van de aandeelhouders in de algemene vergadering

12. In zijn meesterlijk werk over „Le droit subjectif” schrijft Jean DABIN: „On a discuté en l’on discute encore la question de savoir si le droit de vote dans les sociétés est ou non un droit-fonction (=doelgebonden bevoegdheid). Mais comment concevoir que pareil droit soit concédé pour servir l’actionnaire (même sous prétexte qu’il a un patrimoine à défendre) en non pour servir la société, dont l’assemblée est l’organe? La qualité de membre d’un groupe entraîne des obligations, notamment celle d’agir pour le bien du groupe en

(18) Zie het geval ROSSEL, uitvoerig beschreven in WYCKAERT, M., „De conventionele bescherming van de minderheidsaandeelhouder”, in *De bescherming van de minderheidsaandeelhouder*, Studiedag van het Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, 9 december 1988, V, p. 6-20, nrs. 6-19.

(19) Uitzonderlijk kunnen ze zich dan schuldig maken aan misbruik van minderheid: RONSE, J. en GEENS, K., *a.a.*, p. 233, nr. 7.

(20) HEENEN, J., „L’inobservation des règles de forme prescrites pour les délibérations des organes d’une société ou d’une association”, noot onder Cass., 4 april 1975, *R.C.J.B.*, 1977, (558), p. 560, nr. 3; SIMONT, L., FORIERS, P. en MAUSSON, F., „L’abus de pouvoirs ou de fonctions”, in *Travaux de l’Association Henri Capitant*, t. XXVIII, Parijs, 1977, 178, (185); MERCHIER, Y., „La nullité des décisions d’organes de sociétés en particulier la nullité pour violation d’un principe général de droit”, noot onder Brussel, 13 januari 1971, *R.C.J.B.*, 1973 (269), p. 280, nr. 15; RONSE, J., „De nietigheid van besluiten van organen van de N.V.”, *Preadvies voor de Vereniging voor vergelijkende studie van het recht in België en Nederland*, Zwolle, 1966, 25; SCHAPIRA, J., „L’intérêt social et le fonctionnement de la société anonyme”, *Rev. Tr. Dr. Comm.*, 1971, (957), 962; SIMONT, L., „Réflexion sur l’abus de minorité”, *a.a.*, (307), 322-323; VAN CROMBRUGGE, S., *Juridische en fiscale eenheidsbehandeling van vennootschappen*, Antwerpen, Kluwer, 1984, 57-58; VAN OMMESLAGHE, P., „Abus de droit, fraude aux droits des tiers et fraude à la loi”, noot onder Cass., 10 september 1971, *R.C.J.B.*, 1976, (303), 319.

non à l'encontre de ce bien, même si l'intérêt personnel de l'actionnaire doit en souffrir"(21).

DABIN was zeker niet de eerste om van het stemrecht van de aandeelhouder als een functionele bevoegdheid te gewagen. Reeds in 1929 schreef M. DAVID in die zin(22).

Vele Belgische auteurs zijn later gevolgd: VAN RYN(23), P. VAN OMMESLAGHE(24), W. VAN GERVEN(25).

Toch had DABIN zelf reeds ingezien waar de moeilijkheid lag met de classificatie van het stemrecht van de aandeelhouder als een functionele bevoegdheid(26). Een aandeelhouder kan zich onthouden bij de stemming of zelfs afwezig blijven, daar waar een functionele bevoegdheid geen ruimte laat voor niet-uitoefening(27).

13. Het was P. COPPENS die in zijn proefschrift over 'L'abus de majorité' een compromisoplossing bood: „Lorsque la majorité impose sa volonté, elle exerce simultanément une prérogative et une fonction. Une prérogative, dans la mesure où son vote vise à imprimer une orientation aux capitaux personnels des majoritaires. Une véritable fonction, par le fait que ce même vote règle le sort des actions appartenant à la minorité dissidente et aux absents souvent nombreux”(28).

RONSE sloot zich daar bij aan: het stemrecht is immers verleend én als een recht tot vrijwaring van eigen vermogensbelangen én als bevoegdheid om aan het beleid van de vennootschap mee te werken(29). Ook in de rechtspraak heeft deze visie ingang gevonden(30).

(21) DABIN, J., *Le droit subjectif*, 1952, p. 224, vn. 5.

(22) DAVID, M., „Le caractère social du droit de vote”, *Journal des sociétés*, 1929, 424; Id., *Protection des minorités dans les sociétés par actions*, thesis, Parijs, 1929, 49.

(23) VAN RYN, J., *Principes de droit commercial*, t. I, 1e uitg., 1954, nr. 713, p. 444.

(24) VAN OMMESLAGHE, P., „Abus de droit, fraude aux droits des tiers et fraude à la loi”, noot onder Cass., 10 september 1971, *R.C.J.B.*, 1976, (301), 318.

(25) *Bewindsbevoegdheid*, 1962, nr. 109, p. 153; *Algemeen deel*, nr. 65, p. 170, vn. 51.

(26) DABIN, J., *a.w.*, p. 254-255.

(27) LIEVENS, J., „De bescherming van de minderheidsaandeelhouder in de vennootschap naar geldend en naar komend recht”, *R.W.*, 1983-84, (2415), 2426-2427; SIMONT, L., „Réflexion sur l'abus de minorité”, *Liber Amicorum Jan Ronse*, (307), 323; SUETENS-BOURGEOIS, G., *De verhouding meerderheid-minderheid in de N.V.*, nr. 490, p. 304.

(28) COPPENS, P., *L'abus de majorité dans les sociétés anonymes*, 1947, nr. 56, p. 83.

(29) RONSE, J., „Nietigheid van besluiten van organen van de naamloze vennootschap”, *Preadvies*, *a.w.*, 1966, 25; in dezelfde zin, DEL MARMOL, C., „Protection des actionnaires minoritaires en droit belge, évolution récente”, in *Etudes offertes à R. Houin*, Parijs, Dalloz, 1985, (169), 172; SIMONT, L., „Réflexion sur l'abus de minorité”, *a.a.*, 323.

(30) Kh. Brussel, 6 juni 1977, *R.P.S.*, 1977, nr. 5952, p. 202.

14. In het onder vorig randnummer weergegeven citaat uit het proefschrift van COPPENS werden de woordjes 'majorité' en 'minorité' door ons gecursiveerd. Men zou er immers uit kunnen afleiden dat het stemrecht van minderheidsaandeelhouders een ander karakter heeft dan dat van meerderheidsaandeelhouders. Deze laatsten zouden, ingevolge hun machtspositie, tot op zekere hoogte rekening moeten houden met alle betrokken belangen, terwijl de minderheidsaandeelhouders enkel het eigen belang voor ogen zouden kunnen houden.

In die optiek zou slechts het stemrecht van de meerderheidsaandeelhouder een gemengd karakter bezitten, terwijl het stemrecht van de minderheidsaandeelhouder een zuiver niet-functionele bevoegdheid zou blijven(31).

Door L. SIMONT werd recentelijk aangetoond dat, althans 'de lege lata', dergelijk onderscheid tussen het stemrecht van de meerderheids- en de minderheidsaandeelhouder geen hout snijdt(32). Beider stem draagt immers bij tot de maatschappelijke besluitvorming, vooral wanneer een gekwalificeerde meerderheid vereist is.

Bovendien heeft de wetgever zelf nergens in dergelijk onderscheid voorzien.

Tenslotte is het duidelijk dat ook de minderheid voorstellen op de agenda van de algemene vergadering kan plaatsen, en binnen de grenzen van artikel 73 Venn.W. de algemene vergadering daartoe zelf kan doen samen roepen(33); bij de stemming over die voorstellen verschilt de situatie van de meerderheidsaandeelhouder niet van die van de minderheidsaandeelhouder die over voorstellen van de meerderheid stemt.

III. HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP

1. Negatief of positief te formuleren

15. Vermits het stemrecht nu eens geheel (bestuurders), dan weer minstens ten dele (aandeelhouders) moet uitgeoefend worden in het

(31) In die zin: WYMEERSCH, E., onuitgegeven rapport, U.C.L., 11 december 1985, *J.T.*, 1986, 28 en 29.

(32) SIMONT, L., „Réflexion sur l'abus de minorité", *a.a.*, 324; zie reeds SIMONT, L., FORIERS P.A. en MAUSSION, F., „L'abus de pouvoirs ou de fonctions", *Travaux Association H. Capitant XXVIII*, 1977, (165), 187.

(33) Zie daarover het rapport van LIEVENS, J., „De wettelijke bescherming van de minderheidsaandeelhouder", in *De bescherming van de minderheidsaandeelhouder*, Studiedag van het Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, 9 december 1988, I, p. 3-9, nrs. 3-9.

belang van de vennootschap, is het noodzakelijk een juist inzicht te verwerven in wat het vennootschapsbelang eigenlijk inhoudt.

Zoals bij de bespreking over de aard van het stemrecht, past het ook hier een caveat te laten voorafgaan: de discussie over wat het vennootschapsbelang juist inhoudt mag niet op de spits worden gedreven. In zijn laatste bijdrage over dit onderwerp liet VAN GERVEN opmerken dat begrippen als gezinsbelang en ook vennootschapsbelang gemakkelijker negatief dan positief kunnen worden gedefinieerd: „Met andere woorden, het is gemakkelijker te zeggen wat in strijd is met het vennootschapsbelang dan wat ermee in overeenstemming is. Op deze vaststelling steunt overigens de leer van de zgn. marginale controle”(34).

Met SCHOLTEN moet andermaal worden vastgesteld dat het niet is omdat iets niet of moeilijk kan gedefinieerd worden dat het niet bestaat of niet, althans marginaal, kan getoetst worden(35).

2. Twee visies op één belang

16. Het vennootschapsbelang wordt niet door alle auteurs op dezelfde wijze ingevuld. In een eerste opvatting wordt voorgehouden dat het maatschappelijk belang van de vennootschap gelijk staat met het collectief winstbelang van de aandeelhouders(36).

De reactie op dergelijke nogal egocentrisch klinkende definiëring van het vennootschapsbelang lag voor de hand: het voeren van een dividendpolitiek op korte termijn veeleer dan van een herinvesteringspolitiek op lange termijn, zou in dergelijke optiek immers stroken met het vennootschapsbelang(37).

Derhalve moest gezocht worden naar een aangepast begrip van het vennootschapsbelang dat zou uitgaan van de gedachte dat het hier om meer gaat dan het gezamenlijk belang van de aandeelhouders(38).

Het vennootschapsbelang wordt dan, in deze tweede opvatting,

(34) VAN GERVEN, W., „Beschouwingen over de strijd om de vennootschapsmacht”, *Accountancy en bedrijfskunde*, 1988/6, (1), 4.

(35) ASSER-VAN DER GRINTEN II, *De rechtspersoon*, 9.

(36) LÖWENSTEYN, F., *Wezen en bevoegdheid van het bestuur in de vereniging en de N.V.*, Zwolle, 1956, 136, 184, 237 en 238.

(37) Vgl. nochtans BOUSQUET, J.C., noot onder Cass. fr., 22 april 1976, *Dall.*, 1977, Jur., (4), 7; MAEIJER, J., *Vennootschapsrecht in beweging*, Alphen a/d Rijn, 1976, 181.

(38) MAEIJER, J., *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap*, 1964, 6.

verzelfstandigd tot iets dat gericht is op het „gezonde bestaan, de uitgroei en de continuïteit van de vennootschap zelf”(39).

In een verwante visie wordt het vennootschaps- of ondernemingsbelang „de resultante van verschillende bij die onderneming of dat bedrijf betrokken belangen, met name de belangen — naast die van de kapitaalverstrekkers — van de werknemers, van de bedrijfsleiders (gezien als aparte groep werknemers), van de streek, van de gehele gemeenschap(40).

17. Onder druk van deze nieuwe inzichten kwam het tot een verfining van de eerste opvatting: het vennootschapsbelang bleef gelijk staan met het collectief winstbelang van de aandeelhouders met dien verstande dat ook de rentabiliteit op lange termijn en zelfs het belang van de toekomstige aandeelhouders werden verdisconteerd(41); kortom, het winstbegrip werd op dynamische, continue en toekomstgerichte wijze geïnterpreteerd(42).

Overigens zijn de aanhangers van de klassieke leer helemaal niet van oordeel dat het zo begrepen vennootschapsbelang steeds moet primeren op andere belangen (b.v. werknemers, streek, bedrijfsleiding, ...). Ze zijn daarentegen de mening toegedaan dat een afweging van deze belangen tegen het vennootschapsbelang moet mogelijk zijn(43). Bovendien gaat het individueel aandeelhoudersbelang slechts op in het vennootschapsbelang onder het aspect winstdeelneming. De andere individuele aandeelhoudersbelangen moeten evenzeer afgewogen worden tegen het vennootschapsbelang.

18. Deze opvattingen over het vennootschapsbelang liggen dus minder ver uit elkaar dan op het eerste gezicht mag voorkomen.

In de eerste conceptie is het vennootschapsbelang een van alle andere belangen m.b.t. het ondernemingsgebeuren duidelijk te onderscheiden grootheid die samenvalt met het belang van de „eigenaars” van de vennootschap. De erkenning van dit belang als afzonderlijke grootheid impliceert helemaal niet dat dit belang steeds moet prime-

(39) MAEIJER, J., „De nietigheid van besluiten van organen van de N.V.”, *T.P.R.*, 1967, (167), 179.

(40) VAN GERVEN, W., „Bedrijfsbezetting en verkoop in eigen beheer door werknemers van de onderneming”, *R.W.*, 1976-77, (65), 68; VAN GERVEN, W., „Variaties op het thema misbruik”, *R.W.*, 1979-80, (2467), 2475.

(41) LÖWENSTEYN, F., „De N.V. als raakpunt van contraire belangen”, in *Honderd Jaar Rechtsleven*, 1970, (85), 88; anders: MAEIJER, a.a., 8.

(42) VAN CROMBRUGGE, S., a.w., nr. 70, p. 70-75.

(43) LÖWENSTEYN, F., a.a., 89 e.v.; VAN CROMBRUGGE, S., a.w., nr. 71, p. 77.

ren op andere bij datzelfde ondernemingsgebeuren betrokken belangen.

In de tweede conceptie is het vennootschapsbelang de synthese die alle bij het ondernemingsgebeuren betrokken belangen overstijgt.

In de eerste visie is het vennootschapsbelang één van de vele af te wegen belangen, in de tweede visie is het vennootschapsbelang de resultante van die afweging.

Verder zal gepoogd worden het belang van de vennootschap in verband te brengen met de gelijkheid tussen de aandeelhouders (verder, nrs. 48 e.v.).

IV. DE TOETSING VAN HET STEMRECHT AAN HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP GESCHIEDT MARGINAAL

19. Zowel bij de aanvang van de bespreking over de aard van het stemrecht (hoger, nr. 10) als bij die over de inhoud van het belang van de vennootschap (hoger, nr. 15), werd een caveat geformuleerd: de discussie over aard en inhoud mocht niet op de spits gedreven worden vermits de toetsing uiteindelijk toch marginaal was(44).

Op zijn minst kan dan nu betracht worden het begrip van de marginale toetsing te verfijnen in functie van de concrete doeleinden waarvoor het zal gebruikt worden.

1. De gradaties in de marginaliteit van de toetsing

20. Het marginaal karakter van de wijze waarop de rechter de uitoefening van een recht zal toetsen, heeft niet alleen te maken met de functionele dan wel niet-functionele aard van dat recht, maar ook met de beleidsvrijheid die soms voor een behoorlijke uitoefening ervan vereist is(45).

Misschien zou men kunnen stellen dat de beleidsvrijheid die voorhanden is bij de uitoefening van een niet-functionele bevoegdheid quasi-absoluut is, terwijl ze bij een functionele bevoegdheid relatief is, d.i. op een doel betrokken.

(44) Zie over marginale toetsing in vennootschapszaken: RONSE, J., „Preadvies”, *a.a.*, 28; -, „Overzicht van rechtspraak-Vennootschappen”, *T.P.R.*, 1986, p. 1271-1276, nrs. 253 t.e.m. 257; MAEIJER, J., *a.a.*, *T.P.R.*, 1967, 178.

(45) Voor doeleinden van deze uiteenzetting is het niet noodzakelijk in te gaan op de rechten, vrijheden of bevoegdheden die uit hun aard niet voor misbruik vatbaar zijn (bv. het recht kinderen te onterven ten belope van het beschikbaar gedeelte). Het betreft hier trouwens rechten waarvan het aantal steeds verder afneemt (VAN GERVEN, W., *Algemeen deel*, nr. 66, p.170). MEIJERS formuleerde ze als volgt: „Een bevoegdheid waarvan het gebruik geheel is overgelaten aan het oordeel van hem aan wie zij toekomt kan niet worden misbruikt” (Inleidende titel, N.N.B.W., art. 8, derde lid).

In beide gevallen kan de toetsing nochtans marginaal zijn. In het eerste geval is de toetsing per se marginaal, en wel uit hoofde van de niet-functionele aard van de bevoegdheid (b.v. ontslagrecht, recht van verkoopsweigeren, recht op opzegging van de maatschap overeenkomstig art. 1869 B.W.). In het tweede geval kan de toetsing marginaal zijn, indien althans een zekere beleidsvrijheid ('naar eigen inzicht') vereist is voor de behoorlijke uitoefening van de functionele bevoegdheid; is die beleidsvrijheid niet vereist, dan is er volledige toetsing.

21. Niet-functionele bevoegdheden worden toegekend in het belang van hun titularis die ze naar eigen inzicht mag uitoefenen indien hij niet kennelijk ten nadele van andere belangen handelt zonder daar zelf een redelijk belang bij te hebben. Dit wordt bevestigd door de rechtsmisbruikcriteria (verder, nr. 43), alsook door de libellering van het principiësarrest van het Hof van Cassatie van 19 september 1983 op het stuk van misbruik van contractueel recht: „...dergelijk misbruik onderstelt dat, wanneer een partij, uitsluitend in haar belang, gebruik maakt van een recht dat zij aan de overeenkomst ontleent, zij daaruit een voordeel trekt dat niet in overeenstemming is met de correlatieve last van de andere partij...”(46)(47).

Ook in het principiësarrest van 10 september 1971 op het stuk van het misbruik van extra-contractueel recht heeft het hoogste Hof het marginaal karakter van haar toetsing vanuit de aard van het recht zelf — en dus niet vanuit de vereiste beleidsvrijheid — gemotiveerd: „...que dans les circonstances présentes, exiger la démolition dépassait manifestement les limites de l'exercice normal de ce droit par une personne prudente et diligente...”(48).

In deze context is het gebruik van het woordje 'kennelijk' erg geschikt om het marginaal karakter van de toetsing te duiden. Het feit dat de niet-functionele bevoegdheid verleend werd in het belang van de titularis ervan brengt immers met zich dat er slechts in uiterste gevallen sprake zal zijn van 'misbruik van recht'.

22. Functionele bevoegdheden worden niet verleend in het belang van hun titularis, maar in het belang van een ander, b.v. de vennoot-

(46) Cass., 19 september 1983, *Pas.*, 1984, I, 55; *R.W.*, 1983-84, 1480; *T.B.H.*, 1984, 276, noot W. RAUWS, *J.T.*, 1985, 56, noot S. DUFRENE; *R.C.J.B.*, 1986, 282, noot J.L. FAGNART.

(47) Zie opnieuw Cass., 18 februari 1988, *T.B.H.*, 1988, 696, met bijhorend artikel van DIRIX, E., „De derogerende werking van de goede trouw”, *T.B.H.*, 1988, (660), 663.

(48) Cass., 10 september 1971, *R.C.J.B.*, 1976, noot P. VAN OMMEFLAGHE.

schap. Indien de behoorlijke uitoefening van de bevoegdheid dat vergt, gaat er een zekere beleidsvrijheid mee gepaard die andermaal in laatste instantie in het belang van de ander en niet van de titularis ervan verleend wordt.

In dat geval is het marginaal karakter van de toetsing te begrijpen vanuit een terechte terughoudendheid van de rechter, ten dele omdat hij zich begeeft op een terrein dat het zijne niet is, ten dele omdat niets eenvoudiger is dan na de feiten te zeggen welke de juiste beleidsbeslissing zou geweest zijn die 'had moeten genomen worden'.

In die context is het gebruik van het woordje 'kennelijk' slechts geoorloofd om het marginaal karakter van de toetsing te duiden indien men eronder begrijpt dat een redelijk denkend titularis van de bevoegdheid niet tot dergelijke beleidsbeslissing had kunnen komen. Het moet echter zeker niet gaan om een grove beleidsfout. Een gekarakteriseerde fout volstaat(49).

2. De enig juiste beslissing bestaat niet

23. Wat er ook van zij, het ligt voor de hand dat in een concreet geval geen eenduidige conclusie zal kunnen bereikt worden nopens dé beslissing die conform is aan het vennootschapsbelang en alle andere die ermee strijdig zouden zijn. De opdracht die aan de rechter wordt voorgelegd bestaat er dus niet in om uit te maken of de meerderheid dan wel de minderheid het bij het rechte eind heeft gehad, om vervolgens de verkeerde strekking te veroordelen: „Les cas où il n'y a qu'une vérité en matière de décision de gestion sont exceptionnels et, le plus souvent, ... la minorité (pourra) raisonnablement se faire de l'intérêt de la société une idée différente de celle exprimée par la politique de la majorité”(50); uiteraard is het niet omdat zij het beleid voert dat de meerderheid de waarheid in pacht heeft, en dat zij de minderheid zou kunnen laten veroordelen wegens misbruik telkens dat beleid gedwarsboond wordt(51).

Zoals gezegd, lijkt meer gestrengheid evenwel op zijn plaats — en dus een minder marginale toetsing — wanneer het een bestuursbeslissing betreft dan wanneer het om een beslissing van de algemene vergadering gaat.

(49) RONSE, J., NELISSEN GRADE, J.M., VAN HULLE, K., LIEVENS, J. en LAGA, H., „Overzicht van rechtspraak (1978-1985). Vennootschappen”, *T.P.R.*, 1986, p. 1275, nr. 256, vn. 30. Vgl. SAVATIER, R., *Traité de la responsabilité civile*, t. II, 2e éd., nr. 790.

V. AFWENDING VAN BEVOEGDHEID VS. MISBRUIK VAN STEMRECHT OF MEERDERHEID

24. Men herinnere zich dat doorgaans niet aanvaard wordt dat het stemrecht van de aandeelhouder een uitsluitend functioneel karakter heeft zoals dat van de bestuurder dat wel heeft (hoger, nr. 13). De rechtsgrond waarop een foutieve uitoefening van dat recht dient bestreden te worden zal derhalve minstens ten dele verschillen naargelang de fout verwijtbaar is aan het bestuur of aan de meerderheid van aandeelhouders.

Inzake het bestuur kan dergelijke foutieve uitoefening gekwalificeerd worden als de afwending van een bevoegdheid van haar doel, in casu het belang van de vennootschap.

Inzake de algemene vergadering moet dergelijke foutieve uitoefening althans wanneer het vermogensbelang van de aandeelhouders bij de te nemen beslissing in het geding was (hoger, nr. 13; verder, nrs. 26 en 41) gekwalificeerd worden als een misbruik van recht, naargelang het geval verder te specificeren als een misbruik van meerderheid of minderheid.

Overigens dient opgemerkt te worden dat het misbruik van meerderheidspositie in de algemene vergadering traditioneel niet zozeer gesteund werd op het rechtsmisbruik en de bevoegdheidsafwending maar tevens, en wel eerst en vooral, op de gelijkheid van de aandeelhouders en op de gedachte van de verworven rechten(52).

Deze opvatting schijnt nu voorbijgestreefd: het misbruik van meerderheid kan meestal gekwalificeerd worden als een misbruik van contractueel (stem-)recht; dergelijk misbruik gaat bovendien, ingevolge de recente cassatierechtspraak volledig op in de eis van de goede trouw (verder, nrs. 43 e.v.). De begrippen van gelijkheid (nrs. 36-37 en 48 e.v.) en verworven rechten (nrs. 67-90) zullen niettemin, evenals uiteraard de afwending van bevoegdheid (nrs. 26 e.v.) en het misbruik van recht (nrs. 41 e.v.) zelf, afzonderlijk op hun (blijvende?) merites getoetst worden.

25. Het is hoe dan ook verwarrend zich te beroepen op het misbruik van meerderheidspositie ter zake van besluiten van de raad van

(52) COPPENS, P., *L'abus de majorité*, nrs. 102-113, p. 136-147; VAN RYN, J., „Note onder Cass., 5 juni 1947, *R.C.J.B.*, 1948, (13-), 16. Bij misbruik van minderheidspositie kan de rechtsgrond van het rechtsmisbruik niet uitgebreid worden met het gelijkheidsbeginsel of met het beginsel van de verworven rechten: SIMONT, L., MAUSSION, F. en FORIERS, P.A., „*L'abus de pouvoirs ou de fonctions en droit commercial belge*”, *a.a.*, 179 e.v.; RONSE, J. en GEENS, K., „Misbruik van minderheidspositie”, *a.a.*, 237.

bestuur: ook een bij unanimititeit genomen besluit (N.V.), of een door de enige zaakvoerder genomen besluit (B.V.) dat niet in het belang van de vennootschap is, kan immers nietig verklaard worden⁽⁵³⁾. Bij de raad van bestuur gaat het trouwens niet om een misbruik van recht, maar wel om een afwending van bevoegdheid.

VI. DE RAAD VAN BESTUUR: HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP EN AFWENDING VAN STEMRECHT

1. Aan welk belang moet op welke manier getoetst worden?

26. Het enkele gebruik van een functionele bevoegdheid in een ander belang dan datgene waarvoor ze verleend werd volstaat om van een afwending van bevoegdheid te gewagen⁽⁵⁴⁾. Daarbij zal wel marginaal getoetst worden, zij het o.i. in mindere mate dan bij misbruik van recht (hoger, nrs. 19 e.v.).

Telkens dus een bevoegdheidsafwending door de raad van bestuur wordt aangevoerd, moet de concrete uitoefening van die bevoegdheid aan het vennootschapsbelang getoetst worden. Hetzelfde geldt voor die beslissingen van de algemene vergadering waarmee duidelijk geen vermogensbelangen van de aandeelhouder gemoeid waren (hoger, nr. 13 en verder, nr. 41).

27. Men herinnere zich dat twee concepties van het vennootschapsbelang gangbaar waren.

Het dient opgemerkt te worden dat de visie waarin dat belang een geheel eigen, alle deelbelangen overstijgend ondernemingsbelang uitmaakt, beter kadert in het doelgebonden karakter dat aan de bestuursbevoegdheid wordt toegemeten.

Er is dan bevoegdheidsafwending wanneer de bestuurder niet gehandeld heeft in „het” vennootschapsbelang, d.i. wanneer hij niet de juiste belangenafweging heeft gemaakt of, in termen van marginale

(53) Voor een dikwijls aangehaald voorbeeld dat nochtans geen misbruik van meerderheid uitmaakt, maar veeleer een gewone afwending van bevoegdheid, in de Coöp. V.: Brussel, 13 januari 1971, *R.C.J.B.*, 1973, 260, noot SCHOENTJES-MERCHIEERS. Vgl. RONSE, J., NELISEN GRADE, J.M., VAN HULLE, K., LIEVENS, J. en LAGA, H., „Overzicht van rechtspraak. Vennootschappen (1968-1977)”, *T.P.R.*, 1978, p. 814-815, nr. 187. *Anders*: Brussel, 16 juni 1981, *R.P.S.*, 1981, nr. 6139, p. 145; VAN RYN, J. en VAN OMMESLAGHE, P., „Examen de jurisprudence sur les sociétés commerciales”, *R.C.J.B.*, 1973, p. 533, nr. 69, 1981, p. 401, nr. 71.

(54) VAN GERVEN, W., *Algemeen deel*, nr. 67, p. 178; VAN OMMESLAGHE, P., *a.a.*, 1976, 314.

toetsing, wanneer hij een belangenafweging heeft gemaakt waartoe een redelijk denkend bestuurder op dat ogenblik niet kon komen(55). Begrijpt men het vennootschapsbelang daarentegen als het collectief winstbelang van de aandeelhouders, dan ziet men niet onmiddellijk hoe de bestuurder anders zou kunnen dan handelen in het uitsluitend belang van de aandeelhouders, zonder zich nog om enig ander belang te mogen bekommeren. Zou hij dat laatste wel doen, hij zou zich immers automatisch aan bevoegdheidsafwending schuldig maken. Bij nader toezicht is ook hier een oplossing denkbaar indien men aanvaardt dat doelgebonden bevoegdheden, zoals subjectieve rechten, kunnen misbruikt worden(56). Bedoeld wordt dan niet dat ze van hun eigen finaliteit worden afgewend (objectief), maar wel dat de wijze waarop die eigen finaliteit wordt nagestreefd een disproportioneel groot nadeel oplevert voor andere belangen terwijl het ermee gediende belang bijvoorbeeld (in casu: van de aandeelhouders, d.i. in deze optiek de vennootschap) evenzeer op een andere quasi even voordelige en veel minder schadelijke wijze zou kunnen nagestreefd worden (subjectief)(57).

2. Toepassing op de preventief-defensieve beschermingsconstructies: de toetsing van gedelegeerde doelgebonden bevoegdheden

a. Toegestane kapitaalverhoging, converteerbare obligaties en warrants

28. De twee op dit ogenblik in België meest in zwang zijnde beschermingsconstructies zijn niet toevallig van het deels preventief-deels defensieve type. De algemene vergadering kan er de machtiging toe geven, zodoende dat de raad van bestuur of bepaalde vaste aandeelhouders of vrienden er gebruik van kunnen maken wanneer de 'noodzaak' zich voordoet.

De eerste beschermingsconstructie is natuurlijk de uitgifte van een kapitaalverhoging buiten voorkeurrecht, die door de algemene vergadering zelf kan worden doorgevoerd, maar die zij ook aan de raad van bestuur kan 'toestaan' (art. 33*bis*, § 2 Venn.W.) om, in voorkomend geval, het aandeel van de raider te verwateren. Veelal zal het laatste het geval zijn omdat de raad van bestuur sneller kan ageren. De tweede beschermingsconstructie is de uitgifte van een converteer-

(55) SIMONT, L., „Réflexion sur l'abus de minorité”, in *Liber Amicorum Jan Ronse*, 1986, (307), 327.

(56) Vgl. SIMONT, L., *t.a.p.*, 324; VAN CROMBRUGGE, S., *a.w.*, nr. 71, p. 77.

(57) Vgl. de verder aangehaalde rechtsmisbruikcriteria. Zie ook Noot K. GEENS onder Kh. Brussel, 26 oktober 1988, *T.R.V.*, 1989, p. 58, nrs. 9 e.v. (Aubroeck e.a. t. Société Générale des Minerais).

bare obligatielening of van een obligatielening met warrants (art. 101*bis* Venn.W.). De algemene vergadering zal zelf tot uitgifte overgaan, met uitsluiting van voorkeurrecht, zodoende dat de houders van de obligatie kunnen overgaan tot conversie of tot uitoefening van de warrant (art. 101*octies* Venn.W.) indien de raider aanvalt, en dit opnieuw ter verwatering van zijn aandeel.

29. Hoewel ook de uitgifte van een converteerbare obligatielening of van een obligatielening met warrants door de algemene vergadering kan worden toegestaan aan de raad van bestuur (art. 101*ter*, § 1 Venn.W.), heeft zulks als beschermingsconstructie niet bijster veel zin en zal het veelal de algemene vergadering zelf zijn die rechtstreeks tot uitgifte besluit(58). Als de raad van bestuur toch nog moet optreden, dan zal hij bij onmiddellijke dreiging veel effectiever kunnen optreden met een toegestane kapitaalverhoging.

De juridisch meest veilige weg is allicht de preventieve uitgifte van obligaties, ongeacht wie ze uitgeeft: als de dreiging zich voordoet, moet de raad van bestuur, anders dan bij een toegestane kapitaalverhoging, geen beslissing meer nemen, zodoende dat die beslissing dan ook niet kan aangevochten worden voor de rechter. Alles hangt af van de conversie — resp. uitoefenbereidheid van de individuele obligatiehouders.

Vandaar de verschillende betekenis die in deze beide beschermingsconstructies moet gehecht worden aan de uitsluiting van het voorkeurrecht — waarover verder nog uitvoerig zal gehandeld worden (nrs. 52 e.v.; nr. 78). Bij de onmiddellijke uitgifte van nieuwe aandelen, is de uitsluiting van het voorkeurrecht het instrument om het aandeel van de raider te verwateren. Bij de uitgifte van converteerbare obligaties of obligaties met warrants, wordt de uitsluiting van het voorkeurrecht hoofdzakelijk geïnspireerd door de noodzaak volledig betrouwbare aandeelhouders of derden te vinden die op het gepaste moment tot conversie of uitoefening zullen overgaan, met de verwatering van het raidersaandeel als oogmerk.

(58) Zie nochtans de recente uitgifte van een privé-obligatielening met warrants door de raad van bestuur van N.V. SOLVAY ten voordele van N.V. SOLVAC: Bijlage Belgisch Staatsblad van 10 november 1988, 157. Over de (converteerbare) obligatielening (met warrants), zie ook verder, nrs. 52 e.v. en nr. 74.

b. Wie heeft de oorspronkelijke bevoegdheid tot kapitaalverhoging(59)?

30. Bij onze noorderburen is de principiële vraag of de algemene vergadering dan wel de raad van bestuur emissiebevoegdheid bezat betwist gebleven tot aan de aanpassingswet - Tweede Richtlijn die in werking trad op 1 september 1981(60), maar is steeds door iedereen aanvaard geworden dat de statuten in elk geval de bevoegdheid aan de raad van bestuur konden toewijzen(61).

In Nederland heeft de Tweede Richtlijn, met de principiële bevoegdheidstoewijzing aan de algemene vergadering, derhalve veeleer een verstrenging dan een versoepeling gebracht(62).

In België is het net omgekeerd geweest: reeds bij W. 25 mei 1913 werd de bevoegdheid het kapitaal te verhogen exclusief toegewezen aan de algemene vergadering: uit rechtsdogmatische overwegingen veeleer dan uit misbruiken die zich zouden hebben voorgedaan(63), werd de overtuiging geput dat deze bevoegdheid dermate essentieel was dat ze niet langer, zelfs niet mits statutaire machtiging, door de raad van bestuur mocht uitgeoefend worden(64). Zoals men inmiddels weet kwam daar, ingevolge de Tweede Richtlijn, bij W. 5 december 1984 opnieuw verandering in.

De wetgeving van de Duitse Bondsrepubliek, Frankrijk en Italië tenslotte heeft de Tweede Richtlijn op het stuk van het toegestaan kapitaal mede geïnspireerd(65).

31. De vraag is dan hoe het doelgebonden karakter van de bevoegdheid van de raad van bestuur moet begrepen worden in het kader van een kapitaalverhoging binnen de grenzen van het toegestaan kapitaal. Het antwoord zal totaal verschillend luiden naargelang wat men verstaat onder het doel van de bevoegdheid.

(59) Deze vraag heeft om de zonet genoemde redenen minder relevantie voor de converteerbare obligatielening en de obligatielening met warrants. Het antwoord erop zal trouwens identiek luiden.

(60) B.v. voor de raad van bestuur SANDERS, P., *N.V. en B.V.*, Deventer, 1977, 30; zie boekbespreking door A.G. VAN SOLINGE, *De N.V.*, 1977, (66), 67.

(61) VAN DER GRINTEN, W., „De plaatsing van aandelen als strijdmiddel”, *De N.V.*, 1968-69, (121), 122.

(62) VAN DER GRINTEN, W., „De bescherming van de onafhankelijkheid van de vennootschap”, *De N.V.*, 1982, 37.

(63) RESTEAU, C., *Commentaire législatif de la loi du 25 mai 1913*, Brussel, 1914, 219.

(64) GILSON, F., *Les modifications aux statuts des sociétés anonymes*, Brussel, 1919, 20; RESTEAU, C., *Traité des S.A.*, III, Brussel, 1933, 8; WAUWERMANS, A., *Manuel des S.A.*, Brussel, 1933, 331.

(65) MASCHAAPT, J. en STORM, P., *De tweede E.G.-richtlijn inzake vennootschapsrecht*, Zwolle, 1978, 108-109.

Wordt daarmee de eigen finaliteit van een normale kapitaalverhoging bedoeld, met name de uitbreiding van de eigen middelen van de vennootschap, dan zal de raad van bestuur geen oneigenlijk gebruik (b.v. afwering overval) van het toegestaan kapitaal mogen maken(66).

Wil men daarentegen, met het doelgebonden karakter van DE bevoegdheid van de raad van bestuur te beklemtonen, slechts poneren dat alle specifieke bevoegdheden — zoals die tot kapitaalverhoging — moeten waargenomen worden in het belang van de vennootschap, dan zal de raad van bestuur wel oneigenlijk gebruik van het toegestaan kapitaal kunnen maken mits zulks geschiedt in het belang van de vennootschap(67).

Bij een door de redelijkheid ingegeven keuze voor het tweede alternatief blijft nochtans dat kapitaalverhoging een wettelijke bevoegdheid van de algemene vergadering is die slechts ingevolge een statutaire clausule naar de raad van bestuur kan gedelegeerd worden (art. 33*bis*, § 2 Venn.W.). De mogelijkheid het kapitaal te verhogen is dus voor de raad van bestuur een typisch gedelegeerde doelgebonden bevoegdheid die minstens moet uitgeoefend worden in de geest van de oorspronkelijke titularis ervan, met name de algemene vergadering(68).

32. De raad van bestuur is volledig overgeleverd aan de volmacht die hij van de algemene vergadering krijgt: zonder expliciete machtiging, kan de raad van bestuur het voorkeurrecht niet uitsluiten (art. 34*bis*, § 2 Venn.W.), of kan hij de kapitaalverhoging niet realiseren middels opnemings van reserves (art. 33*bis*, § 2, eerste lid Venn.W.). Bovendien is de machtiging in elk geval wettelijk beperkt tot maximum vijf jaar — termijn die door de statuten verder kan worden ingekort (art. 33*bis*, § 2, tweede lid Venn.W.).

De Natur der Sache meer nog dan de wettelijke toewijzing van de oorspronkelijke bevoegdheid aan de algemene vergadering wijst erop dat het kapitaal verhogen, zeker wanneer zulks geschiedt met uitsluiting van voorkeurrecht, geen gewone bestuursbevoegdheid is: de samenstelling van en de machtsverhoudingen binnen de vennoot-

(66) In die zin, in Nederland, genuanceerd, NOLDUS, J., *Ongeldigheid van besluiten in de N.V.*, Deventer, 1969, nr. 192, p. 231; -, „Emissie van aandelen”, *T.V.V.S.*, 1970, (133), 136.

(67) In die zin, in Nederland, VAN DER GRINTEN, W., *Handboek, a.w.*, nr. 164.2, p. 221; -, Plaatsing van aandelen als strijdmiddel, *De N.V.*, 1968-69, (121), 123.

(68) Vgl. VAN GERVEN, W., *Bewindsbevoegdheid*, Brussel, 1962, nr. 88, p. 124; -, *Algemeen deel*, Antwerpen, 1968, nr. 67, p. 178; VAN DER GRINTEN, W., „Plaatsing van aandelen”, *a.a.*, 122.

schap worden immers gewijzigd door een beslissing die niet in de schoot van de algemene vergadering genomen wordt(69).

Het Duitse Bundesgerichtshof heeft dan ook, o.i. terecht, gesteld dat een statutaire machtiging aan de raad van bestuur om het voorkeurrecht uit te sluiten „nur zulässig ist, wenn nach der Lage der Gesellschaft und dem Stand der Pläne für ihre Zukunft konkrete Anhaltspunkte (!) dafür gegeben sind, es könne sich innerhalb der dem Vorstand eingeräumter Frist als notwendig und auch im Hinblick auf die Interessen der betroffenen Aktionäre als vertretbar erweisen, bei der Ausgabe neuer Aktien das Bezugsrecht auszuschliessen”(70).

Een „blanco cheque” waarbij het volledig aan de raad van bestuur wordt overgelaten om uit te maken of een uitsluiting van het voorkeurrecht in het vennootschapsbelang aangewezen is, is derhalve in de BRD niet meer mogelijk(71).

33. De gedachtengang van de gedelegeerde bevoegdheid ligt klaarblijkelijk ten grondslag aan de aanbeveling van de Bankcommissie om geen kapitaalverhoging meer door te voeren binnen de grenzen van het toegestaan kapitaal eens een openbaar bod vast werd aangekondigd(72). De Bankcommissie voegde immers uitdrukkelijk aan zijn aanbeveling toe dat de algemene vergadering, ondanks de aankondiging van het openbaar bod, nog wel een kapitaalverhoging zou kunnen doorvoeren (Ibidem).

Overigens luidt ook de inmiddels befaamde „rule 21” van de Britse City Code waarop de Bankcommissie voormelde aanbeveling steunde, in die zin: „... the board must not, ..., *without the approval of the shareholders in general meeting* (a) issue any authorised but unissued shares (b) ...”.

Ook het Brussels Hof van Beroep heeft in het Generale-arrest bij herhaling beklemtoond dat het gebruik van het toegestaan kapitaal op 17 en 18 januari 1988 in de geest geschiedde van de algemene vergadering van 8 september 1987 die, met wijziging van de statuten, machtiging verleende aan de raad van bestuur om binnen de grenzen

(69) Vgl. LÖWENSTEYN, F., *Het rechtspersonenrecht*, 1986, 237-238.

(70) BGH, 19 april 1982, BGHZ, 1983, 319; NJW, 1982, 2444.

(71) Vgl. LUTTER, M., *t.a.p.*; SCHMIDT, K., *Gesellschaftsrecht*, Köln, 1986, 683.

(72) BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag*, 1986-87, 81-82; 1987-88, 62-64.

van een toegestaan kapitaal van 20 miljard het kapitaal te verhogen(73).

Het ligt voor de hand dat, indien de volmacht die aan de raad van bestuur werd verleend weinig gedetailleerd is, het omstandig verslag dat deze moet opmaken bij effectief gebruik van het toegestaan kapitaal met uitsluiting van voorkeurrecht, nog aan gewicht wint(74).

Hoe dan ook is het de lege ferenda wenselijk om aan de algemene vergadering de verplichting op te leggen een vrij nauwkeurige machtiging aan de raad van bestuur te verlenen: de kwaliteit en de volheid (hoger, nrs. 19 e.v.) van de rechterlijke toetsing zullen erbij winnen.

3. Toepassing op het louter defensief verweer van de raad van bestuur zelf

a. De principiële vraag: mag de raad van bestuur zelf verweer voeren?

33. Met de vraag of de raad van bestuur zelf het recht heeft om te interveniëren wanneer een raider dreigt de vennootschap te overvallen of zelfs in te nemen, heeft de Belgische rechtsleer zich niet of nauwelijks ingelaten(75).

Bijna instinctief is men geneigd om principieel te stellen dat het in de eerste plaats een zaak van de aandeelhouders is om op een onderhands of openbaar bod te reageren.

Dergelijk principieel standpunt zou wijzen op de noodzaak van een 'pre-planned defense' waar de algemene vergadering in tempore non suspecto in alle rust in heeft toegestemd en waarvan de raad van bestuur hoogstens de uitvoeringsagent is (hoger, nr. 29).

Men zou dit standpunt bovendien kracht kunnen bijzetten door economische argumenten: 'the best takeover defense' bestaat in een goed bestuur, en vennootschappen die goed bestuurd worden, en die

(73) Voor meer details, zie GEENS, K., „Het toegestaan kapitaal als afweermechanisme tegen overvallen: het wettig belang van de 'bieder' (CERUS) en het vennootschapsbelang van de 'doelwitvennootschap' (GMB)”, *T.R.V.*, 1988, (133), 136-138, nrs. 12-15.

(74) LUTTER, M., *a.a.*, 408; zie daarover in het Generale-arrest: WYCKAERT, M., „De formaliteiten en de voorwaarden van een kapitaalverhoging buiten voorkeurrecht in het kader van het toegestaan kapitaal”, noot onder Brussel, 1 maart 1988, *T.R.V.*, 1988, (142), 145, nrs. 11 e.v.

(75) Zie nochtans de sporadische uitlatingen die eerder een afwijzend antwoord laten vermoeden, geciteerd bij TILQUIN, T., „Le rôle du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'acquisition - Enseignements du droit anglo-saxon”, *R.P.S.*, 1988, nr. 6468, (1), 6, vn. 19.

zich niet bezondigen aan overdreven diversificatie zullen dan ook niet aangevallen worden; hun aandelen noteren daarvoor te hoog(76).

Deze economische argumentatie — die wij niet op haar juistheid kunnen beoordelen — slaat over in een juridische: de raad van bestuur is erg slecht geplaatst om het belang van de vennootschap te behartigen op een ogenblik dat de controle van de vennootschap in andere handen dreigt over te gaan. Hoezeer zijn bevoegdheid ook gebonden moge zijn aan het belang van de vennootschap, het zal zeer moeilijk zijn voor de raad van bestuur om zijn eigen belang te veronachtzamen dat er doorgaans in bestaat 'aan het bestuur te blijven'(77). Zodoende zal de raad van bestuur, geplaagd door een zwaar belangenconflict(78), niet zelden overdreven defensief reageren, en zulks ten nadele van het aandeelhoudersbelang.

Het zal dan ook geen verwondering wekken dat vanuit de 'Law and Economics'-hoek voorstellen werden gedaan om de raad van bestuur te dwingen tot een passieve houding(79). Hoogstens zou de toegeving worden gedaan dat de raad van bestuur hogere biedingen mag uitlokken, eens een eerste bod gedaan is(80).

34. Hoe economisch verantwoord deze opinies ook mogen zijn, zij laten de jurist achter met de vaststelling dat gedurende een overnamestrijd het vennootschappelijk belang onbeheerd wordt achtergelaten, of althans in handen wordt gegeven van deels rationele, deels irrationele 'market forces'.

Nog veel meer dan bij de uitoefening van zijn stemrecht, zal de individuele aandeelhouder immers geneigd zijn om, bij de beslissing

(76) GLUCK, F.W., „The real takeover defense”, *The Mc Kinsey Quarterly*, 1988, 2; KRAAKMAN, R., „Taking discounts seriously: the implications of 'discounted' shore prices as an acquisition motive”, Program in Law and Economics Harvard Law School, Discussion paper no. 43, te verschijnen in *Columbia Law Review*, 1988; RIETKERK, G., „Bestuursonvriendelijke overnemingen: countervailing power”, *N.V.n* 1988, 45. Voor een antwoord op RIETKERK, zie BUYS, D.C., „Overname: goedschiks of kwaadschiks”, *T.V.V.S.*, 1988, 233.

(77) CLARK, R.C., *Corporate Law*, Boston-Toronto, Little Brown, 1986, 588.

(78) Opgemerkt dient te worden dat het niet om het klassieke extern belangenconflict bedoeld in art. 60 Venn.W. gaat: in dat geval heeft de bestuurder een belangenconflict omdat hij met de vennootschap handelt in een andere hoedanigheid (bv. als verhuurder, als aandeelhouder of bestuurder van een medecontractant van de vennootschap). Hier zit hij geplaagd met een intern belangenconflict: in zijn hoedanigheid van bestuurder is hij geneigd zijn eigen belang (bestuurder blijven) voor dat van de vennootschap te nemen.

(79) EASTERBROOK, F. en FISCHER, D., „The proper role of a target's management in responding to a tender offer”, *Harvard Law Review*, 1981, 1161.

(80) BEBCHUK, L.A., „The case for facilitating competing tender offers”, *Harvard Law Review*, 1982, 1028; GILSON, R., „A structural approach to corporations: the case against defensive tactics in tender offers”, *Stanford Law Review*, 1981, 819. Tussen de auteurs vermeld in deze noot, en die vermeld onder vorige noot, ontspon zich een vinnige discussie (over en weer -reply) in de *Stanford Law Review* van 1982; zie pp. 1, 23 en 51 van die jaargang.

al dan niet te verkopen en bij de keuze van het tijdstip van de verkoop, zijn persoonlijk vermogensbelang te laten spreken. De jongste Belgische voorbeelden hebben bewezen dat niet alleen de 'kleine' beleggers, maar ook de 'white and black knights' aan deze bekoring bloot staan en toegeven.

Overigens dient toegegeven dat de „pressure to tender”(81) voor de niet steeds even goed geïnformeerde aandeelhouder hem tot in zijn eigen vermogensbelang kan raken: de geboden prijs kan te laag liggen ('substantive coercion'). Hier is minstens een informatietaak voor de raad van bestuur weggelegd(82). Bij het vervullen van die informatie-taak kan o.a. een wettelijk of statutair verplicht gemaakte transparantie van biezonder nut zijn(83).

Welke ook de visie op het vennootschapsbelang is die men huldigt, men kan er niet aan voorbij dat ook nog andere dan aandeelhoudersbelangen spelen. In het klassieke concept dient dit collectief aandeelhoudersbelang ('het vennootschapsbelang') afgewogen te worden tegen die andere belangen: wie anders dan de raad van bestuur kan, of moet dit doen? In het nieuwere concept, wordt het vennootschapsbelang bepaald door de synthese van alle betrokken belangen: wie anders dan de raad van bestuur kan, of moet deze synthese maken(84)?

b. Welke normen kunnen door de rechter aan de houding van de raad van bestuur bij een overnamestrijd gesteld worden?

35. Eerst en vooral kan hernomen worden wat reeds bij herhaling bevestigd werd: de bevoegdheid van de raad van bestuur is doelgebonden aan het belang van de vennootschap, en de bestuurders mogen zich in geen geval door hun eigen belang laten inpalmen, hoe groot de verleiding daartoe bij verweer in een overnamestrijd ook moge zijn.

Juist omwille van de grote belangenconflicten waarmee de bestuurders geconfronteerd worden, verdient een strenge marginale toetsing hier des te meer aanbeveling (hoger, nrs. 19 e.v.). In dat opzicht lijkt

(81) BEBCHUK, L.A., „The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy”, *Program in Law and Economics Harvard Law School*, Discussion paper no. 24, 1987.

(82) In de Transunion Case werd de raad van bestuur trouwens aansprakelijk gesteld voor de aanvaarding van een te laag openbaar bod: Delaware Supreme Court, (Smith vs. Van Gorkom), 488 A.2 d 858 (1985), besproken in LIPTON en STEINBERGER, *Takeover and freezeouts*, Law Journal Seminars-Press, 1986, 6-12.

(83) Gedr. St., *Kamer*, 522 (1988-89) 6.

(84) Vgl. LIPTON, M., „Takeover bids in the target's boardroom”, *The Business Lawyer*, 1979, 101; Id., „Takeover Responses and Director's Responsibilities - An Update”, *The Business Lawyer*, 1985, 1403.

de in Verenigde Staten wel eens verdedigde 'primary purpose test' ontoereikend: ingevolge die test volstaat het dat de bestuurders bewijzen dat er een 'legitimate corporate business purpose' aan hun verweer ten grondslag lag, veeleer dan een louter verlangen om 'aan het roer te blijven'(85).

36. Het ligt voor de hand dat de raad van bestuur bij gelijk welk verweer zelf de formele gelijkheid tussen de aandeelhouders zal moeten respecteren(86).

Ware het niet dat huidig artikel 52bis Venn.W. de inkoop van eigen aandelen als beschermingsconstructie totaal ineffectief heeft gemaakt, dan zou het formeel gelijkheidsbeginsel de raad van bestuur allicht opnieuw voor ernstige problemen stellen (vgl. reeds, art. 185, tweede lid Venn.W.)(87).

Bij een eventuele mildering de lege ferenda van gemeld artikel 52bis Venn.W., ingevolge welke de raad van bestuur zelf tot inkoop zou kunnen overgaan, kan het formeel gelijkheidsbeginsel maar op één manier gerespecteerd worden, met name door het inkoopaanbod uit te breiden tot alle aandelen.

Dan verliest de inkoop echter zijn aantrekkingskracht: ofwel wordt de inkoop immers selectief gebruikt om de raider uit te kopen, wat resulteert in greenmailing ten nadele van de andere aandeelhouders indien daarbij een premie betaald wordt; ofwel wordt de inkoop juist aangewend om de kleine aandeelhouders uit te kopen en hun aandelen niet in handen te doen belanden van de raider, zodat de raider geen koopaanbod ontvangt.

37. Uiteraard kan de raad van bestuur niet verantwoordelijk gesteld worden wanneer het formeel gelijkheidsbeginsel tussen de aandelen door derden niet gerespecteerd wordt.

Hoogstens kan de raad pogen die formele gelijkheid te handhaven. Hij zal daarin geholpen worden door de Bankcommissie die zich

(85) Delaware Supreme Court, (Cheff vs. Matthes), 199 A. 2d 584 (1964); Delaware Supreme Court, (Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co.), 493 A. 2d 946 (1985).

(86) TILQUIN, T., *a.a.*, 41-43.

(87) Voor een status questionis onder het oude recht, vóór de invoering van art. 52bis Venn.W., WYMEERSCH, E., „De vennootschapsinformatie in België”, *Bank. Fin.*, 1981, (581), 603. Zie voor Nederland, waar het gelijkheidsbeginsel ter zake minder indruk maakte: SLAGTER, W.J., „De inkoop van eigen aandelen door de naamloze vennootschap”, *T.V.V.S.*, 1963-64, (145), 147. Voor een studie naar Amerikaans recht van deze techniek als beschermingsconstructie: NATHAN, C.M. en SOBEL, M., „Corporate stock repurchases in the context of unsolicited takeover bids”, *The Business Lawyer*, 1980, 1545.

verzet tegen systematische aankopen ter beurse (zgn. verdoken openbaar bod(88), en die allicht niet zou aarzelen zich te verzetten tegen zgn. 'two-tiered offers', waarbij een openbaar bod beperkt wordt tot een gedeelte van de aandelen, in de hoop de rest van de aandeelhouders later te kunnen uitvriezen tegen een lagere prijs(89).

38. Men kan natuurlijk, zich spiegelend aan de doctrine van de Bankcommissie op het stuk van de onderhandse overdracht van controleparticipaties(90), voorhouden dat op de raad van bestuur een fiduciaire verplichting rust, niet alleen t.a.v. de vennootschap als zodanig, maar ook t.a.v. elk der aandeelhouders.

Vooreerst dient opgemerkt te worden dat deze fiduciaire verplichting niet zoveel toevoegt aan de test van het formeel gelijkheidsbeginsel (zie het voorbeeld van de inkoop in nr. 36).

Zelfs daar waar de fiduciaire verplichting iets toevoegt, wordt door de beste Belgische auteurs getwijfeld aan de juridische grondslag ervan(91).

Tenslotte is deze 'fiduciary duty' in de Verenigde Staten veel genuanceerder dan men denkt(92): „Directors are said to be fiduciaries both to the corporation itself and to its shareholders. The duty owed to shareholders is to the general body of shareholders and coincides with the duty owed to the corporation, for the basic interest of both is the continuing sound management and profitability of the corpo-

(88) Zie daarover GEENS, K., „Het toegestaan kapitaal als afweermechanisme tegen overvalen: het wettig belang van de bieders en het vennootschapsbelang van de doelwitvennootschap”, noot onder Brussel, 1 maart 1988, *T.R.V.*, 1988, (133), 133-135, nrs. 1-8; VAN CROMBRUGGE, S., „De gelijkstelling van systematische aankoop van aandelen ter beurs met een openbaar aankoopaanbod”, *T. Bank.*, 1983, 379.

(89) Voor een samenvatting van de doctrine van de Bankcommissie inzake gedeeltelijke openbare koopaanbiedingen, zie BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag*, 1986-87, 111 e.v. Vgl. WITTERWULGHE, R., *L'offre publique d'acquisition*, Brussel, De Boeck, 1988, 105 e.v.

(90) Zie daarover BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag*, 1978-79, p. 103-118; LEMPEREUR, C., „Cession de majorité et protection des actionnaires minoritaires en droit comparé”, *R.P.S.*, 1978, nr. 5975, p. 91; RONSE, J. en VAN HULLE, K., „Overzicht van rechtspraak (1968-77). Vennootschappen”, *T.P.R.*, 1978, p. 928-942, nrs. 339-354; WYMEERSCH, E., „De bescherming van de minderheidsaandeelhouder in de administratieve praktijk van de Bankcommissie”, in *De bescherming van de minderheidsaandeelhouder*, Studiedag van het Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, 9 december 1988, IV, p. 19-22, nrs. 31-35.

(91) RONSE, J. e.a., „Overzicht van rechtspraak (1968-1977). Vennootschappen”, *T.P.R.*, 1978, p. 935 e.v., nrs. 344 e.v.; VAN OMMEFLAGHE, P., „Les devoirs des administrateurs et des actionnaires prépondérants envers les actionnaires d'une société en cas de cession du contrôle de cette société, en droit belge et en droit comparé”, in *Festschrift für Johannes Bärman*, 1975, 995. Toch steekt de getrouwheidsplicht ook in de rechtspraak af en toe haar kop op: zo gewaagde het Hof van Beroep te Brussel in het Generale-arrest van de getrouwheidsplicht van de ... minderheidsaandeelhouder (zie GEENS, K., Noot onder Brussel, 1 maart 1988, *T.R.V.*, 1988, (133), 135, nr. 8).

(92) In dezelfde zin: VAN OMMEFLAGHE, P., *a.a.*, p. 1004 e.v., nrs. 8 e.v.

rate enterprise owned by the shareholders. It follows from this that interests of particular shareholders that differ from those of shareholders generally need not to be considered by the directors''(93).

c. Een recente Amerikaanse synthese

39. Tot besluit van deze beschouwingen loont het de moeite een recente synthese weer te geven van de rechterlijke toetsing op dit stuk in de Verenigde Staten(94).

De 'standard' waaraan moet getoetst is de 'business judgment rule', die kan vergeleken worden met onze marginale toetsing. Niet de aard van de bestuursbevoegdheid, maar wel de beleidsvrijheid die ze vergt is er de oorzaak van (hoger, nrs. 19 e.v., inzonderheid nr. 22).

40. Alvorens voluit de twijfel van de 'business judgment rule' te kunnen genieten is evenwel vereist dat de bestuurders aan de rechter bewijzen dat redelijkerwijze mag worden aangenomen dat de bieder een ernstige bedreiging vormt voor het belang van de vennootschap: dit kan blijken uit de prijs van zijn bod ('substantive coercion'), uit de wijze waarop hij zijn bod formuleert ('two-tier'), uit de onrealistische manier waarop hij de vennootschap wil gaan leiden, uit de 'asset stripping' die hij zal moeten doorvoeren om zijn financiers te kunnen terugbetalen...

Vervolgens moeten de bestuurders aantonen dat het verweer dat zij gevoerd hebben in verhouding was met de bedreiging die de bieder vormde(95). Hun verweer moet er met andere woorden niet zozeer op gericht geweest zijn elk bod te voorkomen, maar wel het welslagen van dit bod te verijdelen. Daarbij mag niet gehandeld worden op een wijze die strijdig is met het belang van de vennootschap zelf (b.v. verkoop van 'crown jewel').

(93) WARDEN, L., „The boardroom as a war room: the real world applications of the duty of care and the duty of loyalty'', *The Business Lawyer*, 1985, 1431.

(94) Delaware Supreme Court, *Moran vs. Household International*, 500 A. 2D 1346 (1985), besproken in CLARK, R.C., *a.w.*, 587.

(95) GILSON, R. en KRAAKMAN, R., „Delaware's intermediate standard for defensive tactics: is there substance to the proportionality review?''', *Program in Law and Economics Harvard Law School*, 1988, Discussion paper no. 45.

VII. DE MEERDERHEID IN DE ALGEMENE VERGADERING: HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP VS. MISBRUIK VAN RECHT EN GOEDE TROUW

41. Het ligt voor de hand dat een misbruik van stemrecht minder gemakkelijk zal kunnen aangenomen worden dan een afwending van stemrecht, ook al is de toetsing in beide gevallen — zij het o.i. in verschillende mate — marginaal (hoger, nrs. 19 e.v.).

Bij een misbruik van meerderheidspositie zal minstens ten dele (hoger, nrs. 13 en 26) moeten teruggegrepen worden naar de criteria voor (kennelijk) rechtsmisbruik(96) (97), waar zulks bij de afwending van een zuiver functioneel stemrecht kan vermeden worden — daar volstaat de loutere aanwending van het recht voor een ander doel dan hetgene waarvoor het verleend werd.

Er mag niet uit het oog verloren worden dat het stemrecht van de aandeelhouder zowel een doelgebonden bevoegdheid kan zijn als een niet-functionele bevoegdheid. Bij een beweerd misbruik, moet derhalve eerst nagegaan worden of de beslissing waarover gestemd werd raakt aan het vermogensbelang van de aandeelhouder of niet. In het laatste geval, kan de uitoefening van het stemrecht door de meerderheid getoetst worden als een doelgebonden bevoegdheid. In het eerste geval moeten de criteria van het rechtsmisbruik een oplossing brengen.

1. De foutvereiste: contractueel rechtsmisbruik is een tekortkoming aan de eis van de goede trouw

42. Misbruik van recht veronderstelt een foutief handelen. Buiten de contractuele context, betreft het een bijzondere toepassing van het leerstuk van de onrechtmatige daad(98). Het cassatiearrest van 10 september 1971 heeft dat bijzonder duidelijk gemaakt(99). Misbruik van eigendomsrecht maakt dus een inbreuk uit op artikel 1382 B.W.

(96) Zie daarvoor RAUWS, W., „Misbruik van contractuele rechten: het cassatiearrest van 19 september 1983”, *T.B.H.*, 1984, (244), 250-253; VAN NESTE, F., „Misbruik van recht”, *T.P.R.*, 1967, 339 e.v. Zie ook de bijdrage van VAN OMMESLAGHE, P., aangehaald in voetnoot 24.

(97) SIMONT, L. liet terecht opmerken dat deze criteria evenzeer kunnen toegepast worden bij afwending van een functionele bevoegdheid („Réflexion sur l'abus de minorité”, *a.a.*, 324).

(98) VAN GERVEN, W., *Algemeen deel*, nr. 69, p. 181; nr. 70, p. 191.

(99) *R.C.J.B.*, 1976, 300, noot VAN OMMESLAGHE, P., op p. 335, nr. 16.

In de vennootschappelijke, evenals in de contractuele sfeer(100), is misbruik van recht sedert de vier cassatiearresten van 19 september 1983(101) een bijzondere toepassing van het leerstuk van de goede trouw gaan heten. Wie misbruik maakt van een uit het (vennootschaps-)contract voortvloeiend (stem-)recht, voert het contract niet te goeder trouw uit en pleegt zodoende een inbreuk op artikel 1134, derde lid B.W. en niet op artikel 1382 B.W.(102). Het hoogste Hof heeft in een arrest van 16 januari 1986 deze opvatting bevestigd(103). De incorporatie van het misbruik van contractuele rechten in het leerstuk van de wijzigende — ook wel derogerende — werking van de goede trouw mag een bijzonder gelukkige evolutie genoemd worden(104). Reeds in een preadvies van 1966 stelde RONSE dat het verbod van rechtsmisbruik tussen personen in een contractuele rechtsbetrekking de negatieve uitdrukking is van de eis van de goede trouw(105).

(100) RONSE, J., „Vennootschaps- en verbintenissenrecht”, in *Op grenzen van komend recht (Beekhuis-bundel)*, (203), 214; RAAIMAKERS, M., *Rechtspersonen tussen contract en instituut*, 1987, 10 en 21.

(101) *Pas.*, 1984, I, 55; *R.W.*, 1983-84, 1480; *T.B.H.*, 1984, 276, noot RAUWS, W.; *J.T.*, 1985, 56, noot S. DUFRENE; *R.C.J.B.*, 1986, 282, noot J.L. FAGNART.

(102) Ook in Frankrijk is de quasi-delictuele of contractuele grondslag van het misbruik van een contractueel recht lang ter discussie geweest. Verdedigden de contractuele grondslag: DE LA MASSUE, H., „Responsabilité contractuelle et responsabilité délictuelle sous la notion de l'abus de droit”, *Rev. Tr. Dr. Civ.*, 1948, 27 e.v.; PLANIOL, *Traité pratique de droit civil français*, t. VI, nr. 579, p. 809 alsook de i.v.m. vennootschappen relevante rechtspraak op p. 810, vn. 1. Verdedigden de quasi-delictuele grondslag: LALOU, H., *Traité de responsabilité civile*, nr. 438; MAZEAUD, L. en H. en TUNC, A., *Traité pratique de responsabilité civile*, 6e uitg., t. I, nr. 559 (TUNC was het niet eens met de gebroeders MAZEAUD: nr. 559, vn. 2ter). Het Franse Hof van Cassatie opteerde voor de delictuele grondslag: *Cass. fr.*, 11 juni 1953, *Dalloz*, 1953, 661; *Gaz. Pal.*, 1953, 2, 146.

(103) *Cass.*, 16 januari 1986, *R.W.*, 1987-88, 1470, noot A. VAN OEVELEN. Zie ook *Cass.*, 18 februari 1988, *T.B.H.*, 1988, 696, en het bijhorende artikel van DIRIX, E., „Over de beperkende werking en de goede trouw”, *T.B.H.*, 1988, (660), 665, nr. 9.

(104) Voor een genuanceerde opvatting volgens welke er allicht de voorkeur aan dient gegeven te worden om „het leerstuk van misbruik van recht te reserveren voor de niet-contractuele rechten, zoals traditioneel het geval is”, zie DIRIX, E. en VAN OEVELEN, A., „Kroniek van het verbintenissenrecht”, *R.W.*, 1985-1986, (81), 94. Met deze auteurs moet in elk geval aangenomen worden dat de goede trouw bij de uitvoering van de overeenkomst niet volledig gedekt wordt door het contractueel rechtsmisbruik.

(105) De nietigheid van besluiten van organen van een N.V., *Preadvies*, t.a.p., p. 26. In dezelfde zin: COPPENS, P., *L'abus de majorité dans les sociétés anonymes*, nrs. 118-119, p. 153-154; DE BERSAQUES, A., „L'abus de droit en matière contractuelle”, Noot onder Liège, 14 februari 1964, *R.C.J.B.*, 1969, (497), 522-524. Overigens formuleerde ook MAEIJER toen al, en later opnieuw de misbruikte minderheidsblokkering als een tekortkoming aan de eisen van de goede trouw.

2. De concretisering van de goede trouwvereiste

a. De rechtsmisbruikcriteria

43. De vraag is dan uiteraard wanneer tekort gekomen wordt aan de eisen van de goede trouw door wie zijn stem uitbrengt of, met andere woorden, wanneer de meerderheid misbruik maakt van zijn stemrecht.

Het lijkt overbodig om hier uitvoerig in te gaan op de criteria van het rechtsmisbruik als zodanig(106).

Ze zijn genoegzaam bekend:

1. de uitoefening van het recht met het oogmerk om te schaden;
2. de uitoefening van het recht op lichtzinnige of onvoorzichtige wijze;
3. de uitoefening van het recht zonder enig belang, of althans, zonder rechtmatig belang, of althans op een wijze die het belang van een derde disproportioneel(107) benadeelt in vergelijking met het eigen voordeel(108);
4. de uitoefening van het recht op een wijze die kennelijk(109) de grenzen van een normale uitoefening door een voorzichtig en zorgzaam persoon overschrijdt.

Waar het eerste criterium een opzetvereiste bevat, doen de drie andere criteria dat uitdrukkelijk niet. Niettemin werd in de rechtsleer voor het misbruik van meerderheid traditioneel de vereiste van opzet gesteld(110). In termen van goede trouw gedacht zou de meerderheid derhalve slechts van een subjectieve goede trouw moeten getuigen op het beweerde misbruik te weerleggen.

b. De opzetvereiste in vraag gesteld: de partijbeslissing

44. Deze opvatting kan niet overtuigen. De problematiek van het misbruik van meerderheid kan vooreerst ook benaderd worden, niet zozeer vanuit de aard van het stemrecht, maar wel vanuit de aard van

(106) Voor nadere explicatie: zie de bijdragen geciteerd in voetnoten 24 en 96.

(107) Over de marginale toetsing, zie hoger, nrs. 19 e.v.

(108) Bij de keuze tussen twee rechten kan men een onredelijke optie nemen, zo b.v. bij de keuze tussen de gerechtelijke ontbinding van een contract en de gedwongen uitvoering van een wederkerige overeenkomst: Cass., 16 januari 1986, *R.W.*, 1987-88, 1470, noot A. VAN OEVELEN.

(109) Over de marginale toetsing, zie hoger, nrs. 19 e.v.

(110) COPPENS, P., „Du caractère intentionnel de l'abus de majorité”, *R.P.S.*, 1955, 292; VAN OMMEFLAGHE, P., „Abus de droit”, *a.a.*, 319; genuanceerd: SIMONT, L., FORIERS, P.A. en MAUSSION, F., „L'abus de pouvoirs ou de fonctions en droit commercial belge”, *a.a.*, 185-186.

het besluit van de algemene vergadering. Dat besluit dient beschouwd te worden als een partijbeslissing(111).

Bij dergelijke beslissing waardoor een partij door haar beslissing de rechtsbetrekking met een andere partij nader bepaalt, of wijzigt, moet eerstgenoemde partij, wil het een geldige beslissing zijn, te goeder trouw handelen in objectieve zin, d.i. op een redelijke wijze (vgl. art. 1854 B.W.)(112).

c. Misbruik van recht: objectieve kwade trouw volstaat

45. Zelfs wanneer men de gedachte van de partijbeslissing niet genegen is(113), dan nog moet men vaststellen dat de goede trouw die gevergd wordt van de aandeelhouder bij het uitbrengen van zijn stem, in objectieve zin moet begrepen worden.

In dat geval moet immers uitgegaan worden van het stemrecht als deels functionele, deels niet-functionele bevoegdheid (hoger, nrs. 13, 26 en 41). Het misbruik van meerderheidspositie wordt dan niet gemeten aan de vraag of de meerderheid al dan niet te goeder trouw was bij het nemen van haar partijbeslissing, maar wel aan de vraag of er al dan niet misbruik werd gemaakt van stemrecht.

Welnu, ook voor misbruik van recht en; a fortiori, voor afwending van bevoegdheid, volstaat objectieve kwade trouw.

Dit kan moeilijk beter geïllustreerd worden dan met verwijzing naar een cassatiearrest van 15 mei 1941 waarin gesteld werd dat „celui qui, même de bonne foi, exerce (une action en justice) par suite d’une erreur d’appréciation à ce point évidente, qu’il devait nécessairement s’en apercevoir et, partant, l’éviter” van zijn recht misbruik maakt(114).

(111) Voor een beschrijving van het besluit van de algemene vergadering als partijbeslissing: ASSER-RUTTEN, *Algemeen deel van het verbintenissenrecht*, 4e druk, 1975, 9, 10, 249; RONSE, J., „De nietigheid van besluiten van organen van de N.V.”, *Preadvies*, t.a.p., 13.

(112) Men zal doen opmerken dat de gedachte van de partijbeslissing in de context van het misbruik van minderheidspositie minder vruchtbaar is. De meeste gevallen van misbruik van minderheidspositie betreffen immers het passief verzet van een minderheid dat er juist in resulteert dat het door de meerderheid gewenste besluit (d.i. de partijbeslissing van de meerderheid) niet tot stand komt. RONSE betoogde dat de weigering van een toestemming ook een partijbeslissing kan uitmaken („Marginale toetsing in het privaatrecht”, *T.P.R.*, 167, (207), 218-219). Wanneer de raad van bestuur of de algemene vergadering bijvoorbeeld n.a.v. een statutaire aanvaardingsclausule hun instemming met een kandidaat-koper weigeren, nemen zij een partijbeslissing die moet getoetst worden aan de eisen van de objectieve goede trouw. Zo ook zou de beslissing van de minderheid om niet in te stemmen met een kapitaalverhoging waarvoor haar instemming — gelet op de vereiste van een gekwalificeerde meerderheid — noodzakelijk is, een partijbeslissing nemen. Evenzeer doet de meerderheid dat wanneer zij een voorstel van de minderheid afwijst (hoger, in fine).

(113) MAEIJER, J., „Nietigheid van besluiten van organen van de N.V.”, *T.P.R.*, 1967, (167), 168-169.

(114) Cass., 15 mei 1941, *Pas.*, 1941, I, 194.

Het Hof van Cassatie heeft hier duidelijk willen aanduiden dat wie niet met kwade intenties handelt en dus subjectief te goeder trouw is („même de bonne foi”), niettemin kennelijk in strijd met de goede trouw in objectieve zin kan handelen, met name door een dermate domme beoordelingsfout te maken dat een minimum aan gezond verstand zou volstaan hebben om ze te vermijden(115).

46. Subjectieve goede trouw, d.i. de afwezigheid van een zgn. intentioneel element of opzet, is dus zeker niet voldoende om aan een vordering wegens misbruik van contractueel recht te ontkomen.

Zo kan ook een vordering wegens misbruik van een extra-contractueel recht evenzeer toegestaan worden bij een opzettelijke als een onopzettelijke onrechtmatige daad(116).

Temeer daar het stemrecht soms ook als een functionele bevoegdheid kan beschouwd worden (hoger, nrs. 13, 26 en 41), verdient het de voorkeur de vereiste van opzet uitdrukkelijk niet te stellen.

3. *Misbruik van recht en schade*

47. Het is niet aangewezen de schade zelf tot een constitutief bestanddeel van het rechtsmisbruik te maken. Het rechtsmisbruik situeert zich immers, zoals hoger (nr. 42) aangegeven, op het niveau van het foutbegrip.

De schade moet van die fout een noodzakelijk gevolg zijn wil er contractuele of buitencontractuele aansprakelijkheid bestaan.

Wel is het zo dat de hoegrootheid van de schade onvermijdelijk een belangrijke rol zal spelen bij de toetsing van het derde en het vierde misbruikcriterium (nr. 43).

(115) Voor een andere, o.i. minder logische gevolgtrekking uit dit arrest: FAGNART, J.L., „L'exécution de bonne foi des conventions: une principe en expansion”, Noot onder 19 september 1983, *R.C.J.B.*, 1986, (285), 314-315. Deze auteur is van oordeel dat het misbruikcriterium van de *abnormale* uitoefening van een recht (zie in de tekst, randnummer 43) vervalt binnen de contractuele context, of althans ook dan nog moet gefundeerd worden op art. 1382 B.W. en niet op art. 1134, derde lid B.W. omdat het Hof van Cassatie in 1941 expliciet het samen bestaan van goede trouw en misbruik van recht voor mogelijk hield. Het Hof bedoelde o.i. nochtans kennelijk de subjectieve goede trouw en kon zich overigens toen moeilijk bewust zijn van de verwarring die deze zinsnede zou stichten op het ogenblik dat in 1983 het misbruik van contractueel recht op de goede trouw zou gesteund worden.

(116) Wij zijn het niet geheel eens met de opvatting van L. SIMONT dat de discussie over het al dan niet vereist zijn van een intentioneel element een zuiver theoretische discussie is in de context van het misbruik van minderheid: „On conçoit mal une situation de fait dans laquelle l'abus pourrait être retenu selon le critère de l'appréciation marginale sans que le droit de vote des minoritaires ait été exercé dans un intérêt égoïste anti-social” (SIMONT, L., „Réflexion sur l'abus de minorité”, *a.a.*, 330). Het stemrecht van de minderheidsaandeelhouder verschilt immers in wezen niet van dat van de meerderheidsaandeelhouder (hoger, nr. 14). Voor het misbruik ervan gelden derhalve dezelfde voorwaarden.

VIII. HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP EN HET GELIJKHEIDSBEGINSEL

1. *Formele en materiële gelijkheid*

48. Hoger (nr. 24) werd reeds opgemerkt dat het misbruik van meerderheid traditioneel ook gesteund werd op een schending van het formeel gelijkheidsbeginsel(117). Uiteraard is dit ook een beginsel dat door de bestuurders moet gerespecteerd worden (hoger, nrs. 36-37).

Het formeel gelijkheidsbeginsel schiet nochtans tekort. Het volstaat zeker niet dat een besluit het formeel gelijkheidsbeginsel respecteert opdat het tevens als niet strijdig met het vennootschapsbelang zou kunnen beschouwd worden. De eerbiediging van het formeel gelijkheidsbeginsel is een noodzakelijke, maar verre van voldoende voorwaarde voor een geldig besluit.

In wat volgt zal dan ook een lans gebroken worden voor een minder formeel gelijkheidsbeginsel dat een betrouwbaarder toetssteen vormt voor het vennootschapsbelang.

49. In de mate waarin het gelijkheidsbeginsel niets meer inhoudt dan een formele gelijkheid binnen de vennootschap tussen aandelen van dezelfde categorie, is het immers ruimschoots onvoldoende om een eventueel misbruik of een eventuele afwending van stemrecht te meten: „Un grand nombre d'abus de majorité maintiennent une égalité apparente entre les actionnaires de la société parce que l'avantage procuré au groupe majoritaire par son vote illicite, est obtenu, non plus comme actionnaire, mais comme tiers étranger à la société: à titre d'administrateurs, à titre de fournisseurs, à titre de membre d'une société rivale... Dans ces divers exemples, l'égalité de fortune entre associés est maintenue, en ce sens que le dommage subi par les minoritaires et les absents est partagé par les majoritaires. Seulement les actionnaires de la majorité compensent largement la perte subie en leur qualité d'actionnaires, par certaines avantages extrinsèques à cette qualité”(118).

Daaruit werd in de Franse rechtsleer niet ten onrechte afgeleid dat een bruikbaar gelijkheidsbeginsel niet mocht beperkt worden tot de formele gelijkheid van de aandelen binnen de vennootschap, maar

(117) COPPENS, P., *a.w.*, nrs. 107-113, p. 141-147; VAN RYN, J., *Principes*, 1954, t. I, nr. 713, a), p. 444; FREDERICQ, L., *Traité*, t. V, nr. 492, p. 698.

(118) COPPENS, P., *a.w.*, nr. 115, p. 148.

moest uitgebreid worden tot de materiële gelijkheid van de aandeelhouders zowel op het interne, als het externe vlak(119).

50. Het valt op dat de auteurs in Nederland, Frankrijk en België die zich recent in diepgaande en uitvoerige studies hebben ingelaten met de werking van vennootschapsorganen in de context van meerderheids- en minderheidsverhoudingen steeds dergelijk materieel gelijkheidsbeginsel in verband hebben gebracht met het vennootschapsbelang begrepen als het collectief winstbelang van de aandeelhouders(120).

Het criterium om een schending van het vennootschapsbelang te meten, bestaat dan in de zgn. gelijkheid in de winst(121).

Deze gelijkheid in de winst ('égalité dans le profit') wordt met de voeten getreden indien twee elementen verenigd zijn: „un avantage personnel au profit de certains et un préjudice subi par les autres... Cette disproportion peut être recherchée par la majorité soit au sein même de la société, soit à l'extérieur...”(122).

Onwillekeurig hoort men hierin het derde en het vierde rechtsmisbruikcriterium (hoger, nr. 43) weerklinken alsmede de marginale toetsing (hoger, nrs. 19 e.v.) die er eigen aan is.

51. Het dient dus beklemtoond dat het niet zozeer de verbreking van de materiële gelijkheid tussen de aandeelhouders op zich is die aan de kaak gesteld wordt, maar wel de verbreking van die gelijkheid in een ander belang dan dat van de vennootschap, d.i. een verbreking waarbij niet alle aandeelhouders hun voordeel doen: ... 'c'est l'avantage personnel (voor de meerderheid) sans contrepartie (voor de minderheid)')(123).

(119) BEJOT, M., *La protection des actionnaires externes dans les groupes de sociétés en France et en Allemagne*, Brussel, 1976, 117. Vgl. COPPENS, P., *a.w.*, nrs. 42-43, p. 65-66.

(120) SCHMIDT, D., *Les droits de la minorité dans la S.A.*, Paris, 1970, nrs. 81-87bis, p. 57-62; LÖWENSTEYN, F., *Wezen en bevoegdheid van het bestuur in de vereniging en in de N.V.*, Zwolle, Tjeenk Willink, 1956, 136, 184, 237, 238; VAN CROMBRUGGE, S., *Juridische en fiscale eenheidsbehandeling van vennootschappen*, Antwerpen, 1984, nr. 70, p. 70-75.

(121) SCHMIDT, D., *a.w.*, nr. 211, p. 157; VAN CROMBRUGGE, S., *a.w.*, nr. 72, p. 81.

(122) SCHMIDT, D., *a.w.*, nr. 210 A; in dezelfde zin: BEJOT, M., *a.w.*, p. 152; COPPENS, P., *a.w.*, nrs. 42-43, p. 65-66; VAN CROMBRUGGE, S., *a.w.*, nr. 72, p. 81-82.

(123) SCHMIDT, D., *a.w.*, nr. 211, p. 157.

2. Toepassing op de uitsluiting van voorkeurrecht

a. Het stemrecht van de aandeelhouder bij de uitsluiting van voorkeurrecht

52. Het belang van de vennootschap wordt in de Handelsvennootschappenwet slechts op twee plaatsen vermeld, en wel net daar waar het gaat over de uitsluiting van het voorkeurrecht bij de uitgifte van een converteerbare obligatielening of een obligatielening met warrants (art. 101^{quarter} Venn.W.; zie ook hoger, nrs. 28-29; verder, nr. 74), en bij de uitgifte van een kapitaalverhoging (art. 34^{bis} Venn.W.; zie ook hoger, nrs. 28-32, verder, nr. 78). Uitdrukkelijk wordt daar telkens gesteld dat als de aandeelhouders, resp. de raad van bestuur tot dergelijke (toegestane) uitgifte wensen over te gaan, zij daarbij het voorkeurrecht slechts kunnen uitsluiten wanneer zulks in het belang van de vennootschap geschiedt.

De verwijzing in artikel 101^{quarter} naar artikel 34^{bis} Venn.W. laat uitschijnen dat 'het belang van de vennootschap' als begrip slechts zijn intrede zou gedaan hebben in de Handelsvennootschappenwet bij Wet van 5 december 1984. Het was immers dan eerst dat de wetgever het voorkeurrecht erkende van de bestaande aandeelhouders op nieuwe aandelen die werden uitgegeven ingevolge een kapitaalverhoging middels inbreng van verse geldmiddelen (en niet middels inbrengen in natura⁽¹²⁴⁾ of opnemng van reserves).

53. Schijn bedriegt nochtans want reeds bij Wet van 23 juli 1962 betreffende de in aandelen converteerbare obligaties of de obligaties met inschrijvingsrecht⁽¹²⁵⁾ schreef de wetgever 'het belang van de vennootschap', voor het eerst in de Handelsvennootschappen in. Het was bij die wet dat de artikelen 101^{bis}-octies werden ingevoegd⁽¹²⁶⁾ om aan de in de praktijk terzake gerezen noden tegemoet te komen⁽¹²⁷⁾.

In de versie van 1962 luidde artikel 101^{quarter}:

(124) De inbreng in natura kan dan ook een interessante beschermingsconstructie zijn, zoals bleek in de zaak Royale Belge: BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag*, 1986-87, 75-79; 1987-88, 93-94.

(125) B.S., 10 augustus 1962.

(126) Voor een volledige commentaar op die wet, zie RONSE, J., „In aandelen converteerbare obligaties en obligaties met inschrijvingsrecht — De Belgische Wet van 23 juli 1962”, *T.V.V.S.*, 1962-63, 202 e.v.

(127) BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag*, 1953-54, 65-67; 1954-55, 96-97; 1957-58, 82-87; 1963, 110-112; BIRON, H., „Les obligations convertibles ou avec droits de souscription”, *R.P.S.*, 1960, nr. 4879, p. 49. Inmiddels is de vraag gerezen naar de mogelijkheid om 'naakte' of 'zuivere' warrants uit te geven: de Bankcommissie houdt zich op de vlakte (*Jaarverslag*, 1986-87, 122; 1987-88, 100, 102, vn. 41; BLUMBERG, J.P., „Standpunt inzake naakte warrants”, *T.R.V.*, 1989/2 (te verschijnen).

„Niettegenstaande elke daarmee strijdige bepaling van de statuten, doch onder voorbehoud van het bepaalde in de navolgende leden, hebben de aandeelhouders een voorkeurrecht op de inschrijving op converteerbare obligaties of op obligaties met inschrijvingsrecht;

.....

Wanneer het belang van de vennootschap dit vereist, kan de algemene vergadering die over de uitgifte moet beraadslagen, het in dit artikel bepaalde voorkeurrecht beperken of afschaffen.”

In haar memorie van toelichting is de regering zich in 1962 klaarblijkelijk bewust geweest van het weinig gebruikelijk karakter van de opneming in een wettekst van het vennootschapsbelang: „In beginsel moeten de voorstellen van de raad van beheer tijdens de vergadering evenals de beslissingen van deze laatste steeds zijn ingegeven door het vennootschappelijk belang. Het is echter niet overbodig er hier uitdrukkelijk aan te herinneren.”(128)

Uit de geringe aandacht van de wetgever voor het vennootschapsbelang in de parlementaire bespreking in 1984(129) kan dus niet worden afgeleid dat de uitdrukkelijke vermelding van dit belang in artikel 34*bis* Venn.W. moet worden afgedaan als een ‘fait divers’. De vermelding van het belang van de vennootschap in die context was toen al geen novum meer (vgl. trouwens reeds artt. 1833 en 1870 B.W.).

54. De nadrukkelijke vermelding van het vennootschapsbelang moet gezien worden in het kader van de principiële toekenning van een voorkeurrecht aan alle bestaande aandeelhouders. Die toekenning wijst op de wettelijke erkenning van hun individueel belang bij ongewijzigde stem- en winstdeelnemingsverhoudingen: vóór de Wetten van 23 juli 1962 en 5 december 1984 was zulke erkenning niet voorhanden(130).

De wettelijke erkenning van het individueel aandeelhoudersbelang noopt tot een des te grondiger afweging ervan tegen het vennootschapsbelang dat zou bestaan bij de uitsluiting van het voorkeurrecht: men zou kunnen stellen dat het vennootschapsbelang met meer klaarheid moet geponeerd worden of, beter nog, alleszins niet vermoed wordt nu tegen de normale gang van zaken in gehandeld wordt die bestaat in de toekenning van het voorkeurrecht.

(128) Gedr. St., *Senaat*, 18 (1960-61), p. 6, vn. 3.

(129) Gedr. St., *Kamer*, 210 (1981-1982), nr. 9, p. 33.

(130) VAN CROMBRUGGE, S., *a.w.*, nr. 71, p. 77-78; vgl. Brussel, 20 juni 1963, *R.P.S.*, 1964, nr. 5200, p. 110; Kh. Brussel, 21 maart 1960, *R.P.S.*, 1961, nr. 5022, p. 296.

De uitsluiting of beperking van het voorkeurrecht lijdt immers tot een verwatering van het aandeel van de aandeelhouders waarvan het voorkeurrecht wordt beperkt of opgeheven: Deze verwatering slaat zowel op het aandeel in de reserves(131), op het aandeel in de winst van het lopend jaar(132) als op het aandeel in de macht (stemkracht) in de vennootschap.

55. Het oneigenlijk gebruik als beschermingsconstructie van de hier besproken figuren bestaat er nu juist in dat het zonet beschreven stemkrachtverwateringseffect bewust gezocht wordt, en niet meer als gevolg, maar als doel van de hele operatie moet beschouwd worden. Het is onmiskenbaar dat dit de tweede afwijking is van de normale gang van zaken. De uitsluiting van voorkeurrecht heeft normalerwijze immers tot doel om buiten de bestaande aandeelhouderskring gemakkelijker „verse” en voor een gezonde bedrijfsvoering noodzakelijke eigen middelen te kunnen aantrekken(133).

56. Dat de wetgever wel degelijk zwaar getild heeft aan een mogelijke uitsluiting van voorkeurrecht, moge blijken uit de formele waarborgen waarmee hij de betrokken procedures wil omringd zien.

Eén en ander moet verantwoord worden in een omstandig verslag van de raad van bestuur, dat i.v.m. de juistheid van de boekhoudkundige en financiële gegevens moet geverifieerd worden door een revisor (art. 34*bis*, § 3, derde lid; § 4, tweede lid; art. 101*quater* Venn.W.). In die verslagen moet bijzondere aandacht geschonken worden aan de uitgiftekoers en de financiële gevolgen van de verrichting voor de aandeelhouders (*ibidem*).

Daarnaast mag niet uit het oog worden verloren dat de wetgever inzake de uitgifte van een converteerbare obligatielening of een obligatielening met warrants hoe dan ook in de voorafgaande controle van de Bankcommissie heeft voorzien, zelfs wanneer het geen openbare uitgifte betreft, zelfs wanneer er geen uitsluiting van voorkeurrecht wordt voorgesteld (art. 101*ter*, §§ 2-3 Venn.W.).

(131) Vgl. RONSE, J., „Overzicht van rechtspraak-Vennootschappen”, *T.P.R.*, 1964, p. 132, nr. 134; 1967, p. 717, nr. 173; 1978, p. 858, nr. 248; SLAGTER, W., „Plaatsing van aandelen als bescherming tegen een overval”, *T.V.V.S.*, 1974, (289), 293.

(132) Zeker bij uitgifte van nieuwe preferente aandelen: zie bv. de statutenwijziging voorgesteld in FN, gepubliceerd in de Financieel Economische Tijd van woensdag 30 november, p. 2.

(133) Gedr. St., *Senaat*, 18 (1960-61), 6. Vgl. LUTTER, M., „Materielle und förmliche Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses”, *Z.G.R.*, 1979, (401), 407-408; NOLDUS, J., *Ongeëldigheid van besluiten in de N.V.*, Deventer, 1969, nr. 192, p. 132.

57. De repercussies van het voorgaande op de uitoefening van het stemrecht kunnen dan onderzocht worden.

Een stem tegen de uitgifte van een voor de vennootschap gewenste kapitaalverhoging of een obligatielening waarbij het voorkeurrecht volledig gerespecteerd wordt, komt weinig begrijpelijk voor en zal maar zelden door het eigen vermogensbelang van de individuele aandeelhouder kunnen gerechtvaardigd worden. Hij krijgt immers ruimschoots de kans dat persoonlijk vermogensbelang naar eigen inzicht te behartigen door de beslissing al dan niet van zijn voorkeurrecht gebruik te maken. In de omstandigheden, d.i. bij een uitgifte met voorkeurrecht, is men geneigd het stemrecht als een functionele bevoegdheid te benaderen, en de uitoefening van het voorkeurrecht als een niet-functionele bevoegdheid.

Een stem voor een uitgifte buiten voorkeurrecht die duidelijk als beschermingsconstructie wordt opgezet is al evenmin evident. Dergelijk besluit gaat immers prima facie in tegen de vermogensbelangen van de individuele aandeelhouders wiens voorkeurrecht wordt uitgesloten. Indien het besluit bovendien zijn belangrijkste 'rechtvaardiging' vindt in het eigen belang van de aandeelhouders wiens voorkeurrecht niet wordt uitgesloten (of wiens voorkeurrecht weliswaar uitgesloten wordt maar dan ten voordele van bevriende derden), dan is het waarschijnlijk dat de voorstemmers niet, en de tegenstemmers wel handelen in het belang van de vennootschap.

Onvermijdelijk belandt men zo bij de vraag wat dan eigenlijk het belang van de vennootschap in deze context heet te zijn.

b. Het belang van de vennootschap bij de uitsluiting van het voorkeurrecht: positief of negatief

58. Of ze nu geschiedt met of zonder uitsluiting van voorkeurrecht, een reële kapitaalverhoging zal meestal in het collectief winstbelang zijn van de huidige en toekomstige aandeelhouders, en dus in het belang van de vennootschap: „behoudens het geval dat geheel node-loos nieuw kapitaal zou worden aangetrokken, zullen grotere winsten worden verdiend dank zij de medewerking van het nieuwe in de zaak ingebrachte kapitaal”, aldus de Nederlandse Hoge Raad in het befaamde Doetinchems ijzergieterij-arrest(134).

Het Hof van Beroep kwam in het Generale-arrest tot een soortgelijke conclusie: „que rien ne permet d'affirmer que l'apport de nouveaux capitaux se serait matérialisé par une dilution générale des parts, dès

(134) Hoge Raad, 1 april 1949, *N.J.*, 1949, nr. 465, p. 833; anders: Pres. Rb. Rotterdam, 30 juli 1936, *N.J.*, 1937, 729. Vgl. Arr. rb. 's Gravenhage, 17 mei 1988, *Kort Geding*, 1988, nr. 250, p. 252.

lors que les capitaux frais apportés pouvaient être affectés à des fins productives”(135).

59. Is het vennootschapsbelang steeds gediend met een kapitaalverhoging, dan is het duidelijk moeilijker om, met een beroep op datzelfde zo begrepen belang, een uitsluiting van voorkeurrecht te rechtvaardigen.

Weliswaar is het mogelijk dat een aandeelhouder tevens concurrent is van de vennootschap en door systematische aankopen van aandelen poogt een meerderheid te verwerven „pour mettre (la société) en veilleuse”(136) of zelfs om de vennootschap te ontbinden; in dat geval wordt de continuïteit van het collectief winstbelang in het gedrang gebracht zodat een verwatering van de participatie van de concurrent zich in het belang van de vennootschap kan opdringen(137); dit belet niet dat, in uitzonderlijke gevallen (b.v. weinig toekomstgerichte sector), een ontbinding toch wel in het vennootschapsbelang zou kunnen zijn(138).

Het is echter niet op dezelfde wijze mogelijk de uitsluiting van het voorkeurrecht te rechtvaardigen met een beroep op het vennootschapsbelang indien die uitsluiting geschiedt, niet om de ontbinding van de vennootschap te voorkomen, maar met het oog op het behoud van haar onafhankelijkheid: vooraf valt het immers onmogelijk te zeggen of het collectief winstbelang van de aandeelhouders er slechter aan toe zal zijn met onafhankelijkheidsverlies dan zonder(139). Toegegeven dient te worden dat, uitzonderlijk, een vennootschap met een ideologisch gekleurd statutair doel (b.v. krant), een eigen belang kan hebben bij onafhankelijkheidsbehoud, en dus bij de uitsluiting van het voorkeurrecht. Om dezelfde reden worden de ideologisch gekleurde vennootschappen („Tendenzbetriebe”) in de BRD uitgezonderd van de „Mitbestimmung” (§§ 1-4 Mitbestimmungsgesetz 1976; § 118 Betriebsverfassungsgesetz).

60. Indien men zich echter beroept op de regel van de marginale toetsing (hoger, nrs. 19 e.v.) en de negatieve invulling van het ven-

(135) Brussel, 1 maart 1988, *T.R.V.*, 1988, (115), 126.

(136) Noot onder Brussel, 7 februari 1939, *R.P.S.*, 1939, nr. 3799, (157), 161.

(137) BGH, 27 september 1956, *BGHZ*, 21, 354; *J.Z.*, 1957, 179; *A.G.*, 1956, 44; BGH, 20 oktober 1960, *BGHZ*, 33, 176.

(138) Vgl. VAN SCHILFGAARDE, P., *Van de naamloze en besloten vennootschap*, Arnhem, 1981, 15 en 267.

(139) Vgl. trouwens, ook in de visie van een meer zelfstandig begrepen vennootschapsbelang, MAEIJER, J., *Het belangenconflict in de N.V.*, 1964, 13.

nootschapsbelang (hoger, nr. 15), dan is de kous af: indien de uitsluiting van het voorkeurrecht niet kennelijk strijdig is met het vennootschapsbelang zoals dat door een redelijk denkende algemene vergadering kon worden geconcipieerd, dan gaat het meteen om een geldig, niet door misbruik aangetast besluit.

Dat was ook de conclusie van het Hof van Beroep te Brussel in het Generale-arrest: „qu'il résulte de ces données qu'il n'est pas établi avec une certitude suffisante que les administrateurs ont recouru au capital autorisé dans un but étranger à l'intérêt social”(140).

61. Men komt zo tot een vrij paradoxale situatie: bij positieve formulering van het vennootschapsbelang, is het erg moeilijk een uitsluiting van voorkeurrecht te rechtvaardigen; bij negatieve formulering van het vennootschapsbelang, is het erg moeilijk om een uitsluiting van voorkeurrecht aan te vechten.

Het verdient derhalve aanbeveling de lege huls van het vennootschapsbelang enige inhoud te geven aan de hand van het eerder aangegeven criterium van de gelijkheid in de winst (hoger, nr. 50).

c. De uitsluiting van voorkeurrecht en de gelijkheid in de winst

62. Een verbreking van de gelijkheid in de winst kan zich voordoen op het interne, én op het externe vlak.

Telkens moet nagegaan worden of deze verbreking die op het eerste gezicht althans bepaalde aandeelhouders benadeelt, uiteindelijk niet alle aandeelhouders tot voordeel strekt.

63. Ofwel wordt het voorkeurrecht uitgesloten ten bate van één of meer bestaande aandeelhouders. Dan is er in elk geval een verbreking van de gelijkheid op het interne vlak, in die zin dat de meerderheid relatief versterkt uit de kapitaalverhoging komt. Zelfs wanneer door die relatieve versterking een dreigende blokkeringsminderheid definitief zou voorkomen worden, dan nog kan deze verbreking in het belang van alle aandeelhouders zijn. In dat geval, „...la rupture d'égalité apparaît comme la rémunération d'un service indispensable qui profitera ... à chacun des associés”(141).

Een mooi voorbeeld van dergelijke verbreking in het belang van alle aandeelhouders kan erin bestaan dat de belangrijkste aandeelhouder en tevens belangrijkste schuldeiser van een vennootschap in moeilijk-

(140) Brussel, 1 maart 1988, T.R.V., 1988, (115), 126.

(141) SCHMIDT, D., *a.w.*, nr. 205, p. 153; VAN CROMBRUGGE, S., *a.w.*, nr. 71, p. 78-79.

heden zijn schuldvorderingen inbrengt bij wijze van kapitaalverhoging(142). Vermits het een inbreng in natura betreft, is het voorkeurrecht dan uiteraard uitgesloten(143).

64. Ofwel wordt het voorkeurrecht uitgesloten ten bate van een derde die een met de meerderheidsaandeelhouder verbonden onderneming is.

In dat geval is er verbreking van de gelijkheid op het externe vlak. Immers, zowel het intekenrecht van de meerderheids- als van de minderheidsaandeelhouder wordt uitgesloten, met dien verstande dat de meerderheidsaandeelhouder daarvoor buiten de vennootschap compensatie vindt: „... le groupe majoritaire provoquera une lésion des intérêts de tous les actionnaires dans la société, y compris les siens propres, mais cette lésion devra profiter à une société concurrente dans laquelle le groupe majoritaire est également intéressé”(144).

Of dergelijke verbreking van de gelijkheid op extern vlak dan in het voordeel van alle aandeelhouders is, hangt grotendeels af van de synergieën die tussen de vennootschap en de nieuwe aandeelhouder bestaan, en de mate waarin deze nieuwe aandeelhouder bij machte is nieuwe impulsen aan de vennootschap te geven(145).

65. Bij het gebruik van de uitsluiting van voorkeurrecht als beschermingsconstructie, moet bij de beoordeling van dergelijke verbreking van de gelijkheid op intern en extern vlak dus vooral gekeken worden naar de kansen die deze ongelijkheid voor alle aandeelhouders inhoudt op het stuk van winstdeelneming op lange termijn.

Men zal doen opmerken dat de ongelijkheid toch nooit in het belang kan zijn van de raider wiens aandeel men door de uitsluiting van voorkeurrecht poogt te verwateren. Dit is echter juist wat in de

(142) De kapitaalverhogingen die de Generale Maatschappij recent op die wijze onderschreef in haar dochters FN en GECHEM zijn daarvan allicht een voorbeeld. Feit is dat de Generale meteen haar reeds comfortabele meerderheid uitbreidt tot een meer dan 75% meerderheid.

(143) Zie, over het gebruik van de inbreng in natura als beschermingsconstructie, hoger, vn. 124.

(144) SCHMIDT, D., *a.w.*, nr. 210 A, p. 157. Het is hier niet de plaats om op het groepsrecht en de mogelijke erkenning van het groepsbelang in te gaan: zie daarover VAN CROMBRUGGE S., *t.a.w.*; Id., „Maatschappelijk belang en groepsbelang”, Noot onder Kort Ged. Kh. Brussel, 29 februari 1988, *T.R.V.*, 1988, 224; VAN OMMESLAGHE, P., „Les groupes de sociétés”, *R.P.S.*, 1953, nr. 5280, p. 153.

(145) Zie bv. Kort Ged. Kh. Gent, 18 mei 1988, *T.R.V.*, 1988, (300), 309: „Zo is het hoegenaamd niet uitgesloten dat de N.V. BIC die, volgens de eiseressen, wegens de gerealiseerde omzet als industriële partner de N.V. UCO niets zou kunnen bijbrengen, toch het vennootschapsbelang betekenisvol kan dienen omwille van haar niet weersproken kleinschaligheid en creativiteit in de sector van het decoratieve luxetapijt”.

klassieke visie op het vennootschapsbelang bedoeld wordt met de gedachte dat het individueel aandeelhoudersbelang slechts onder zijn aspect winstdeelneming opgaat in het collectief aandeelhoudersbelang, d.i. het belang van de vennootschap (hoger, nr. 17 in fine)(146). Inzoverre is ook de raider een gewoon aandeelhouder die kan gebaat zijn bij de uitsluiting van voorkeurrecht.

66. Uiteindelijk moet het om een positieve, maar niet-vergelijkende beoordeling gaan.

De vraag voor de rechter dient wel te zijn of het collectief aandeelhoudersbelang er goed aan toe is ondanks de verbreking van de gelijkheid in het voordeel van een grote aandeelhouder of een bevriende derde.

De vraag voor de rechter dient niet te zijn of de vennootschap er beter aan toe zou zijn met de raider dan met de grote aandeelhouder of de bevriende derde die een uitsluiting van het voorkeurrecht in zijn voordeel verkregen heeft om de raider de deur te kunnen wijzen. Die opportuniteitsvraag hoort uiteraard tot het 'business judgment' van de algemene vergadering wanneer ze tot uitsluiting van het voorkeurrecht beslist (hoger, nrs. 19 e.v.; nrs. 39-40).

IX. HET BELANG VAN DE VENNOOTSCHAP EN DE VERWORVEN RECHTEN

1. Inleiding: het gevolg van het verworven karakter van een recht

67. Vennootschapsjuristen zijn lang verdeeld geweest over de vraag of, in welke mate en onder welke voorwaarden er, in naam van het vennootschapsbelang, afbreuk kon gedaan worden aan de krachtens de statuten verworven rechten ('les droits acquis') van houders van effecten.

Daarbij is steeds een voorwerp van discussie geweest en gebleven wat nu juist onder die verworven rechten diende begrepen te worden. De vraag was niet onbelangrijk omdat men het doorgaans wel eens was over de gevolgen van dergelijke kwalificatie: aan een verworven recht kon niet geraakt worden door de meerderheid die vereist wordt voor een statutenwijziging, maar slechts met unanimiteit.

Met andere woorden, voor verworven rechten zou worden teruggegrepen naar het contractueel basisprincipe van artikel 1134 B.W.:

(146) LÖWENSTEYN, F., *a.a.*, 89.

een overeenkomst kan slechts gewijzigd worden met instemming van alle betrokken partijen. Het dient toegegeven te worden dat dit hoogst eigenaardig overkomt in de context van een kapitaalvennootschap waar de toetreding tot de oprichtingsovereenkomst juist inhoudt dat men zich voortaan zal neerleggen bij de — eventueel gekwalificeerde — meerderheid(147).

68. Vóór de theorie van de verworven rechten verder wordt onderzocht, dient er nog op gewezen dat, zelfs indien hij verworpen wordt, geen enkel besluit tot ontneming van voorheen toegekende rechten zal kunnen genomen worden in strijd met het vennootschapsbelang. Dit wijst er alleszins op dat het individueel aandeelhoudersbelang in de klassieke conceptie van het vennootschapsbelang slechts onder zijn aspect winstdeelneming opgaat in het collectief aandeelhoudersbelang(148).

Andere uit het aandeelhouderschap voortvloeiende rechten blijven tot het individueel aandeelhoudersbelang horen, en moeten afgewogen worden tegen het vennootschapsbelang (hoger, nrs. 17-18).

Hier is echter slechts de vraag aan de orde of een besluit dat zich opdringt in het vennootschapsbelang kan tegengehouden worden door verworven rechten van alle, bepaalde of een bepaalde categorie effectenhouders.

Er zal diep op de vraag worden ingegaan omdat ze bij de invoering, de lege ferenda, van nieuwe categorieën 'beschermings'-aandelen (zonder stemrecht, meervoudig stemrecht; verder, nrs. 85-86) alsook bij de statutaire introductie van 'beschermende' overdraagbaarheidsbeperkingen (aanvaardingsclausules; verder, nrs. 88-89) een verhoogd belang zal krijgen.

2. De 'theorie van de verworven rechten' is enkel relevant voor statutaire rechten. Opsomming van enkele 'wettelijke' rechten

69. Vooreerst dient opgemerkt dat de vraagstelling naar het bestaan van verworven rechten enkel belang heeft voor rechten die aan de houders van effecten verleend werden door de statuten.

Het begrip verworven rechten is volstrekt overbodig voor door de

(147) Vgl. Cass., 5 juni 1947, *Pas.*, 1947, I, (240, 246: „Attendu que les articles 70 et 71 des lois sur les sociétés commerciales dérogent à l'article 1134 du Code civil et permettent à une partie des actionnaires de modifier les statuts et de porter ainsi atteinte, sans que le consentement de l'unanimité des intéressés soit nécessaire, aux droits que les actionnaires tiennent des statuts;...”).

(148) LÖWENSTEYN, F., *a.a.*, 89.

vennootschappenwet verleende rechten. Daaraan kan afbreuk gedaan worden in de mate waarin dit door die wet wordt toegelaten en mits naleving van de door diezelfde wet bepaalde voorwaarden. Bepaalde rechten die de vennootschappenwet verleent, zijn suppletief en kunnen door eenvoudige statutenwijziging worden gemoduleerd of opgeheven.

Andere rechten zijn dwingend of raken zelfs aan de openbare orde. Aan die rechten kan niet worden geraakt, of slechts met unanimiteit of niet dan met een versterkte gekwalificeerde meerderheid.

a. Het stemrecht

70. Zo kan aan het stemrecht van kapitaals aandelen (art. 74 Venn.W.) en van bewijzen van deelgerechtigheid (art. 72^{ter} Venn.W.) vooralsnog geen afbreuk gedaan worden in het vennootschapsbelang dan in enkele bij wet voorziene gevallen (b.v. art. 43, vierde lid en 74, vijfde lid Venn.W.)(149).

b. Het recht op overdraagbaarheid

71. Het recht op overdraagbaarheid van aandelen in een N.V. kan al evenmin volledig opgeheven worden(150).

De N.V. kan immers niet eenzijdig opgezegd worden: artikel 1869 B.W. wordt buiten werking gesteld door artikel 102, tweede lid Venn.W. Vermits het eenzijdig verbrekingsrecht (art. 1869 B.W.) deel uitmaakt van elke overeenkomst van onbepaalde duur(151), kan de terzijdestelling van dit principe niet anders dan impliceren dat een zekere overdraagbaarheid moet gewaarborgd blijven (verder, nrs. 88-89).

(149) Aan het door de statuten op grond van art. 75 Venn.W. toegekende stemrecht kan wel afbreuk gedaan worden mits naleving van de in art. 71 Venn.W. bepaalde voorwaarden: verder, nrs. 80 e.v. Over de mogelijke introductie van aandelen zonder stemrecht, zie voetnoot 171.

(150) VAN RYN, J., *Principes*, 1e uitg., t. I, nr. 803, p. 482; FREDERICQ, L., *Traité*, t. IV, nr. 391 B, p. 583. Op de vraag of deze overdraagbaarheid volledig wordt opgeheven door een aanvaardingsclausule die niet voorziet in een motiveringsplicht en evenmin vergezeld gaat van een voorkoopclausule, zie RONSE, J. e.a., „Overzicht van rechtspraak (1968-1977). Vennootschappen”, *T.P.R.*, 1978, nr. 255, p. 863 en de daar aangehaalde auteurs.

(151) Cass., 22 november 1973, *Pas.*, 1974, I, 312; Cass., 9 maart 1973, *Pas.*, 1973, I, 640; DEKKERS, R., „De la rupture des contrats à durée illimitée”, *R.C.J.B.*, 1957, (316), 320; DE PAGE, H., *Traité*, t. II, nr. 763; DIEUX, X., „Réflexions sur la force obligatoire des contrats et sur la théorie de l'imprévision en droit privé”, *R.C.J.B.*, 1983, (386), 396.

Niemand kan tegen zijn wil gedwongen worden om partij te blijven in een overeenkomst die voor onbepaalde duur werd aangegaan(152).

c. Het recht niet uitgesloten te worden

72. Aan het recht om gelijk behandeld te worden bij kapitaalvermindering — d.i. aan het recht om niet uitgesloten te worden — kan slechts verzaakt worden mits instemming van alle aandeelhouders (art. 72 Venn.W.).

Houders van kapitaalsaandelen kunnen wel, indien het statutair bepaald werd, ertoe verplicht worden om, na lottrekking, hun aandeel te ruilen voor een bewijs van deelgerechtigheid: zij behouden dan alle rechten verbonden aan een kapitaalsaandeel, behalve dat op terugbetaling van de inbreng die ingevolge de lottrekking immers reeds terugbetaald is (art. 72^{ter} Venn.W.).

73. Houders van niet converteerbare obligaties kunnen, indien de statuten daarin voorzien en mits de obligaties aan bepaalde voorwaarden voldoen, ingevolge uitloting uitgesloten worden, d.i. vervroegd terugbetaald worden (art. 100 Venn.W.).

Houders van niet converteerbare obligaties kunnen bovendien verplicht worden tot conversie in een kapitaalsaandeel indien daartoe telkens beslist wordt door een gekwalificeerde meerderheid in de algemene vergaderingen van aandeelhouders en obligatiehouders (artt. 93, 4^o en 94 Venn.W.)(153).

74. Houders van converteerbare obligaties of warrants kunnen weliswaar uitgesloten worden door vervroegde terugbetaling van hun obligatie. Het daaraan verbonden conversie- of uitoefenrecht kan

(152) Art. 1869 geldt in alle vennootschappen zonder of met onvolkomen rechtspersoonlijkheid: de principiële onoverdraagbaarheid van de aandelen (artt. 1275, 1690 en 1861 B.W.; art. 24 Venn.W.) wordt daar dus gecompenseerd door het eenzijdig verbrekingsrecht dat, bij uitoefening, de ontbinding van de vennootschap voor gevolg heeft. In de B.V.B.A. wordt art. 1869 B.W. terzijde gesteld door art. 139, derde lid Venn.W. en ook daar kan de overdraagbaarheid dus niet geheel onmogelijk gemaakt worden, zij het dan dat de wettelijke overdraagbaarheidsbeperkingen van art. 126 Venn.W. nog aanzienlijk kunnen verstrengd worden door de statuten. In de Coöp. V. tenslotte zijn de aandelen in principe onoverdraagbaar (art. 142 Venn.W.) en wordt art. 1869 B.W. eveneens terzijde gesteld door art. 146, 1^o Venn.W. Daar kan slechts het recht op uittreding (zonder ontbinding) soelaas brengen (art. 146, 2^o Venn.W.), evenals, bij uitsluiting van dat recht, de mogelijkheid de aandelen over te dragen aan de andere vennoten (art. 142 Venn.W.).

(153) Recentelijk werd dergelijke conversie door COFIBEL reeds van bij de uitgifte verplicht gesteld voor een converteerbare obligatielening: indien de obligatiehouders hun conversierecht niet hebben uitgeoefend voor de vervaldag van de 'lening', krijgen ze niet hun geld terug, maar wel een aandeel. In deze faculteit wordt door de vennootschappenwet niet voorzien. Het hoort juist tot de essentie van een converteerbare obligatie dat ze ook niet kan geconverteerd worden (art. 101^{bis}, derde en vierde lid Venn.W.), behoudens een latere beslissing van de bevoegde algemene vergaderingen (artt. 93, 4^o en 94 Venn.W.).

hen echter niet worden ontnomen: zij kunnen het uitoefenen gedurende ten minste een maand voor de terugbetaling (art. 101*septies* Venn.W.)(154).

Indien gedurende de conversie- of de uitoefenperiode en los daarvan een gewone kapitaalverhoging wordt doorgevoerd, bevat artikel 101*sexies* zelfs een anti-verwateringsbepaling: de houder van de obligatie of de warrant kan onmiddellijk tot conversie of uitoefening overgaan (art. 101*octies*), om dan als gewone aandeelhouder een eventueel voorkeurrecht op de andere kapitaalverhoging te laten gelden (art. 34*bis*). De obligatiehouder verliest op die manier echter het voordeel van de termijn(155). Om daaraan tegemoet te komen werden in de praktijk obligaties gecreëerd die terzelfdertijd converteerbaar zijn en een warrant omvatten: de obligatiehouder behoudt zodoende het voordeel van de termijn zonder het slachtoffer te moeten worden van enige verwatering(156).

75. Voor houders van andere effecten dan kapitaals aandelen en obligaties kan het recht om niet uitgesloten te worden afgeleid worden uit artikel 71 A, eerste lid, in fine (verder, nr. 84).

De effecten van een bepaalde categorie kunnen, mits naleving van de strenge voorwaarden van artikel 71 Venn.W., wel vervangen worden door die van een andere (*ibidem*).

d. Recht op beperking van de aansprakelijkheid

76. Aan het wettelijk recht om zijn aansprakelijkheid te beperken tot de inbreng die bij de oprichting werd toegezegd, kan geen afbreuk gedaan worden dan met instemming van de betrokken aandeelhouder of dan in de wet voorziene gevallen (b.v. oprichtersaansprakelijkheid): de inbreng is de maat van de verbintenis en kan niet tegen de wil van de aandeelhouder in vermeerderd worden.

Zo kan de aandeelhouder niet tot inschrijving op een kapitaalverhoging verplicht worden.

In de rechtsleer bestaat een zekere tendentie om het wettelijk recht van aansprakelijkheidsbeperking ruim te interpreteren en te betrekken op elke toevoeging van verbintenissen of ontneming van statutai-

(154) Dit vervroegd uitoefenrecht is niet voorzien indien de warrant kan afgescheiden worden van de obligatie. In dat geval stelt de vervroegde terugbetaling van de obligatie immers geen probleem, vermits het inschrijvingsrecht als afzonderlijk papier blijft bestaan: RONSE, J., *a.a.*, 209. Voor de mogelijkheid *ab initio* 'zuivere' of 'naakte' warrants uit te geven, zie hoger, voetnoot 127.

(155) RONSE, J., *a.a.*, 209.

(156) BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag*, 1973-74, 185; 1975-76, 79.

re rechten: in die optiek wordt de latere opname in de statuten van een niet-concurrentieverbintenis of van een overdraagbaarheidsbeperking een verzwaring van verbintenissen die zou ingaan tegen de regel dat de oorspronkelijke inbreng de maat is van de verbintenis. Dit lijkt een te verre uitbreiding van de basisregel(157) (verder, nrs. 87-89 e.v.).

e. Essentiële elementen van de vennootschap

77. Aan de essentiële elementen van de vennootschap kan geen afbreuk gedaan worden (burgerlijke of commerciële aard)(158) of kan geen afbreuk gedaan worden dan mits naleving van een bijzondere procedure (vorm; doel: artt. 70, tweede lid, 70bis en 166 e.v. Venn.W.)(159).

f. Voorkeurrecht

78. Aan het voorkeurrecht van kapitaals aandelen en bewijzen van deelgerechtigheid kan slechts afbreuk gedaan worden onder de voorwaarden bepaald in artikel 34bis Venn.W. (hoger, nrs. 52 e.v.).

3. Drie soorten verworven statutaire rechten?

79. Traditioneel wordt een onderscheid gemaakt tussen de statutair verworven rechten van een bepaalde categorie houders van aandelen of effecten, de verworven rechten van alle houders van aandelen of effecten, en tenslotte de verworven rechten van (een) enkele houder(s) van aandelen of effecten die alleen of samen geen categorie uitma(a)k(en)(t).

4. Verworven rechten van een categorie

a. De lange geschiedenis van artikel 71 Venn.W.

80. De geschiedenis begint bij de voorbereiding van de Wet van 18 mei 1873. In de parlementaire bespreking werd geaarzeld of 'un

(157) Vgl. STRYCKMANS, J. en COPPENS, P., „Les clauses qui restreignent la cessibilité des actions peuvent elles être votées après la création de la société”, *R.P.S.*, 1958, nr. 4727, (1), 4. Zie Cass., 17 december 1931, *Pas.*, 1932, I, 8, concl. GESCHE.

(158) RONSE, J., „Kan een V.Z.W. failliet verklaard worden”, in *Liber Amicorum F. Dumon*, Antwerpen, Kluwer, 1983, (219), 239, vn. 100, met verwijzing naar GILSON, F., *Les modifications aux statuts des sociétés anonymes*, Brussel, Bruylant, 1919, nr. 41, p. 73 e.v.

(159) Voor de verplaatsing van de werkelijke zetel naar het buitenland, d.i. de verandering van nationaliteit en dus van personeel statuut, zou volgens de meest progressieve opvatting voortaan een eenvoudige statutenwijziging volstaan: LENAERTS, K., Noot onder R.v.St., 29 juni 1987, *T.R.V.*, 1988, (110), 114-115, nr. 8; RONSE, J., *Algemeen deel van het vennootschapsrecht*, 267 (n.a.v. het bekende Lamotarrest van het Hof van Cassatie d.d. 12 april 1965, *Pas.*, 1966, I, 336; *R.W.*, 1965-66, 911).

droit définitivement acquis à certains actionnaires' diende toegevoegd te worden aan het maatschappelijk doel als één van de essentiële elementen die niet voor statutenwijziging vatbaar waren (vgl. huidige art. 70, tweede lid Venn.W.). Het verworven karakter van dergelijke rechten was klaarblijkelijk voor de 19e-eeuwse wetgever zo evident dat hij het overbodig achtte dergelijke zinsnede op te nemen in het toenmalig artikel (59 Venn.W.) dat betrekking had op de statutenwijziging.

De rechtspraak was zeer streng bij het handhaven van deze 'droits acquis à certains actionnaires'. In een vennootschap waar bij de oprichting zowel bevoorrechte als gewone kapitaals aandelen waren gecreëerd, werd door de algemene vergadering van alle — d.i. zowel gewone als bevoorrechte — aandeelhouders met unanimité beslist om het bevoorrecht dividend te verminderen. Eén aandeelhouder was echter afwezig. Om zijn 'droit acquis' te respecteren, was in het besluit van de algemene vergadering gelibelleerd dat hij de keuze had tussen het behoud van zijn dividend en een compenserende schade-loosstelling. Niettemin werd het besluit door het Hof van Beroep te Brussel vernietigd(160).

81. De wetgever kwam de vennootschappen die geen boodschap hadden aan dergelijke excessief strenge rechtspraak een eindweegs tegemoet door bij Wet van 25 mei 1913 in het toenmalige artikel 59bis Venn.W. de principes vast te leggen die men vandaag in artikel 71 Venn.W. terugvindt. Voortaan zou er wel kunnen geraakt worden aan de verworven rechten van een bepaalde categorie aandeelhouders indien met deze wijziging werd ingestemd door een algemene vergadering waarbinnen per categorie gestemd wordt, d.w.z. indien in elk van deze categorieën de quorum- en meerderheidsvereisten voor een statutenwijziging werden nageleefd.

De Wet van 25 mei 1913 bleef op dit stuk echter een 'lex imperfecta'. Vooreerst was de in voorgaande alinea beschreven regeling supplementief. Bij statuten konden bepaalde rechten onaantastbaar worden gesteld, zodoende dat er later toch weer geen afbreuk aan kon gedaan worden dan met de unanieme instemming van de titularissen van de bedoelde effecten. Bovendien veronderstelde de werking van deze regeling dat de houders van de categorie effecten (b.v. winstbewijzen) waarvan de rechten zouden gewijzigd worden, ook in andere

(160) 13 november 1908, *Pas.*, 1909, II, 131.

omstandigheden stemgerechtigd waren: was dit niet het geval, dan bleef de unanimiteit vereist(161).

82. Derhalve werd het voormalige artikel 59*bis* Venn.W. — bij de coördinatie van 1935 hernummerd als artikel 71 Venn.W. — bij Wet van 10 november 1953 opnieuw gewijzigd.

Voortaan was de regeling niet meer suppletief, maar gold zij niettegenstaande elke strijdige bepaling in de statuten(162).

Bovendien werd de unanimiteit ook niet meer vereist voor de effecten waaraan overigens geen stemrecht verbonden was. Voor doeleinden van artikel 71 alleen werd hen een bijzonder stemrecht verleend.

Geen enkele categorie van effectenhouders wordt bij toepassing van artikel 71 trouwens getroffen door de stembeperingen van artikel 76 Venn.W. (art. 71 A, derde lid, tweede zin Venn.W.)(163).

Het werd dus gemakkelijker om de rechten verbonden aan een categorie van effecten te wijzigen: geen enkel recht kon nog door de statuten gepromoveerd worden tot een voor een bepaalde categorie definitief verworven recht. Alle door de statuten aan een bepaalde categorie toebedeelde rechten konden gewijzigd worden mits naleving van de procedure van artikel 71 Venn.W.

Anderzijds werd bij Wet van 10 november 1953 duidelijk gemaakt dat alleen het vennootschapsbelang de wijziging van de statutaire rechten van een bepaalde categorie kan verantwoorden: de voorgestelde wijzigingen moeten immers in een omstandig verslag worden verantwoord door de raad van bestuur (art. 71 A, tweede lid Venn.W.); bovendien moet de statutenwijziging gehomologeerd worden door het Hof van Beroep, binnen de dertig dagen na het nemen van het besluit, indien het niet binnen elke categorie een derde van het aantal bestaande effecten achter zich gekregen heeft (art. 71 B Venn.W.).

83. Op de keper beschouwd betrof de bezorgdheid van de wetgever in 1873, 1913 en 1953 niet zozeer het feit dat aan het verworven karakter van zekere rechten zou geraakt worden zonder ernstige garanties dat zulks in het belang van de vennootschap zou gebeuren.

(161) GILSON, F., *a. w.*, nr. 64, p. 113; VAN RYN, J., *Principes*, 1e uitg., t. I, nr. 809, p. 485.

(162) In het Kamerverslag OBLIN werd zelfs gesproken van een dwingende bepaling van openbare orde, waarvan geen afwijkingen zullen worden toegelaten: Parl. St., *Kamer*, 1948-49, nr. 332, p. 4.

(163) Voor een kritiek op de verantwoording die er vooral in bestond de houders van grote pakketten oprichtersaandelen te beschermen, zie VAN RYN, J., *Principes*, 1e uitg., t. I, nr. 812, A, 3^o, p. 488-489.

Wat de wetgever vooral bezig hield, was de bekommernis dat — ingevolge een statutenwijziging —, statutaire rechten van bepaalde categorieën effectenhouders zouden worden afgenomen, of aan bepaalde categorieën effectenhouders zouden worden toegekend zonder dat alle — of minstens een gekwalificeerde meerderheid van de — betrokkenen daarmee zouden ingestemd hebben(164).

Anders uitgedrukt, het formeel gelijkheidsbeginsel moet geherdefinieerd worden indien er verschillende categorieën effectenhouders zijn. Zijn er alleen maar kapitaalsaandelen met gelijke rechten, dan volstaat het dat de besluiten van de algemene vergadering alle aandelen gelijkelijk treffen. Zijn er meerdere categorieën van effecten, dan is het evident dat deze verschillende categorieën van bij de oprichting ongelijk zijn. Besluiten van de algemene vergadering tot wijziging van de rechten verbonden aan een zekere categorie kunnen dan moeilijk de effecten van alle categorieën op gelijke wijze treffen. Vasthouden aan die eis zou neerkomen op verstarring van die vennootschappen waar meerdere categorieën van effecten bestaan.

De maat van de toegelaten ongelijke behandeling vindt men in artikel 71 Venn.W.: de gelijkheid binnen de categorie moet scrupuleus gerespecteerd worden; met andere woorden, wie in dezelfde omstandigheden verkeert, moet op gelijke manier behandeld worden.

b. De afschaffing van een categorie is onmogelijk

84. Het is *prima facie* mogelijk om, met respect voor de eis van gelijke behandeling binnen de categorie, een bepaalde categorie af te schaffen: alle houders van die effecten worden immers gelijk behandeld, en tot uitsluiting gedwongen.

Nog vóór men bij Wet van 10 november 1953 opnieuw aan wijziging van artikel 71 Venn.W. toe kwam, werd het cassatiearrest van 5 juni 1947 gevelde. In dit arrest werd gesteld dat met toepassing van artikel 71 niet alleen de respectieve rechten van de verschillende categorieën effecten konden gewijzigd worden, maar dat zelfs een ganse categorie van effecten kon afgeschaft worden(165).

Het arrest werd in de doctrine op vinnige kritiek onthaald omdat op die manier geraakt werd aan het recht om titularis van het effect of

(164) Vgl. conclusies Procureur-generaal CORNIL bij Cass., 5 juni 1947, *Pas.*, 1947, I, (240), 244: „Ce n'était pas...parce qu'il était acquis que le droit ne pouvait être enlevé — tous les droits résultant des statuts sont acquis —. C'était parce qu'il n'était acquis qu'à certains actionnaires, et que partant le vote de l'assemblée générale n'aurait pas eu le même effet à l'égard de tous les actionnaires”.

(165) Cass., 5 juni 1947, *Pas.*, 1947, I, 240, concl. Proc.-Gen. CORNIL.

het aandeel te blijven: ingevolge het arrest zouden de titularissen van een bepaalde categorie effecten kunnen uitgesloten worden zonder dat zij daarin allen zelf toegestemd hebben; dergelijke uitsluiting zou slechts denkbaar zijn indien ze alle houders van alle categorieën effecten gelijkelijk treft(166).

De Wet van 10 november 1953 heeft de kritikasters van het cassatie-arrest in het gelijk gesteld. Een statutenwijziging waarbij de ongelijkheid die tussen de verschillende categorieën bestaat wordt gewijzigd, moet voortaan ook nog aan een derde inhoudelijke vereiste voldoen. Vooreerst moet ze natuurlijk genomen zijn in het belang van de vennootschap (hoger, nr. 82).

Vervolgens moet ze uiteraard de gelijkheid binnen de categorie respecteren (hoger, nr. 83).

Tenslotte moet de statutenwijziging tot voorwerp hebben: ofwel een wijziging van de respectieve rechten verbonden aan de verschillende categorieën(167); ofwel een vervanging van één categorie door een andere (art. 71 A Venn.W.)(168).

In de parlementaire voorbereiding werd trouwens expliciet afstand genomen van de mogelijkheid om een bepaalde categorie — zonder vervanging, wel te verstaan — uit te sluiten(169).

c. Toepassing: de toevoeging van een nieuwe categorie

85. Tot slot van deze bespreking van artikel 71 Venn.W. dient erop gewezen dat het artikel niet van toepassing is bij toevoeging van een nieuwe categorie aandelen of effecten die niet in de plaats komt van een vroegere categorie: dergelijke toevoeging is mogelijk bij eenvoudige statutenwijziging mits respect voor het gelijkheidsbeginsel tussen de effecten van de reeds bestaande categorie(ën) op zich, en, in voorkomend geval, tussen de reeds bestaande categorieën onderling(170).

Zo zal de introductie van aandelen zonder stemrecht — eens ze door

(166) VAN RYN, J., Note sous Cass., 5 juni 1947, *R.C.J.B.*, 1948, 13; FREDERICQ, L., *Traité*, t. V, nr. 510, p. 722.

(167) Slechts de benadrukking daarvan was nieuw. Reeds in oud art. 59bis Venn.W. — ingevoegd bij Wet van 25 mei 1913 — werd bepaald dat het moest gaan om een wijziging van de respectieve rechten: de handhaving van die tekst in 1953 en de toevoeging van de mogelijkheid een categorie te vervangen door een andere, geeft er evenwel een niet mis te verstane en exhaustieve betekenis aan na het cassatiearrest van 1947.

(168) VAN RYN, J., *Principes*, 1e uitg., t. I, nr. 809, 2°, p. 486.

(169) Parl. St., *Kamer*, 1950-51, nr. 95, p. 6.

(170) COPPENS, P., *a.w.*, nr. 113, p. 146; GILSON, F., *a.w.*, nr. 15, p. 30-31; VAN RYN, J., *a.w.*, nr. 805, p. 483.

de wetgever zijn toegestaan(171) — relatief gemakkelijk verlopen, zelfs wanneer ze preferent zijn. Ze zijn dan preferent t.a.v. alle andere effecten, en ze brengen geen wijziging in de stemverhoudingen.

86. Indien men echter de lege ferenda aandelen met meervoudig stemrecht zou toelaten onder de (Franse)(172) voorwaarde dat ze sedert twee jaar nominatief zijn, stellen zich meer problemen.

In wezen betreft het immers geen toevoeging van een nieuwe categorie effecten. Veeleer gaat het om bestaande aandelen die onder zekere voorwaarden meervoudig stemrecht zullen krijgen.

Indien men in de statuten van deze nieuwe (thans nog niet bestaande) mogelijkheid gebruik wenst te maken, moet ze worden open gesteld voor alle aandelen. Dit relativeert haar waarde als beschermingsconstructie.

Indien in de vennootschap ook andere stemgerechtigde effecten bestaan (b.v. winstbewijzen), impliceert de toekenning van meervoudig stemrecht aan de aandelen o.i. een wijziging van de respectieve rechten: naleving van artikel 71 Venn.W. wordt dan een noodzaak.

5. De verworven rechten van alle aandeelhouders

a. Het principe verworpen

87. Nu gebleken is dat het niet verworven karakter van rechten verbonden aan bepaalde categorieën van effecten is dat ze beschermenswaardig maakt, maar wel het gevaar voor ongelijkheid dat het bestaan van verschillende categorieën effecten inherent met zich brengt, krijgt de vraag naar het bestaan van aan alle effecten verworven rechten een andere kleur.

Wij zijn geneigd om de statutaire rechten verbonden aan alle effecten nimmer als verworven te beschouwen, en steeds voor eenvoudige statutenwijziging vatbaar te achten mits de gelijkheid tussen de effecten formeel gerespecteerd wordt, en indien het besluit bovendien niet strijdig is met het vennootschapsbelang. Dat is trouwens de duidelijke lering die kan getrokken worden uit het cassatiearrest van

(171) Zie bv. het wetsvoorstel Cooreman-Hatry, Parl. St., *Senaat*, B.Z. 1988, nr. 18/1, p. 10-11, art. 1.

(172) VATINET, R., *a.a.*, 554-555.

5 juni 1947, dat op dit punt niet achterhaald is door de wet van 10 november 1953(173).

Aanvaardt men deze stelling, dan is men meteen ontslagen van de onmogelijke taak die erin zou bestaan om na te gaan welke statutaire rechten verworven mogen worden geacht, en welke niet: eerstgenoemde zouden slechts voor wijziging vatbaar zijn mits unanimité, laatstgenoemde mits eenvoudige statutenwijziging.

b. Toepassing: de verworven rechten op overdraagbaarheid en later in de statuten opgenomen aanvaardingsclausules

88. De rechtsleer heeft steeds vastgehouden aan het verworven karakter van de vrije overdraagbaarheid van de aandelen in een N.V. Daarbij werd nu eens beroep gedaan op de theorie van de 'droits acquis'(174), dan weer op die van het wezen van de naamloze vennootschap zelf(175) of op de regel dat de oorspronkelijke inbreng niet verder mag verzwaaard worden.

Bij nader toezicht moet deze theorie genuanceerd worden. Het recht op vrije overdracht van de aandelen in een N.V. is een wettelijk recht dat a contrario kan afgeleid worden uit de wettelijke overdraagbaarheidsbeperkingen die bestaan uit een B.V.B.A. (artt. 126-128 Venn.W.) en de Coöp. V. (art. 141 Venn.W.).

Bij de oprichting reeds kan dit wettelijk recht beperkt worden door inlassing van statutaire aanvaardings- en voorkoopclausules die aan de raad van bestuur of de algemene vergadering een zeker controle-recht geven t.a.v. de personen aan wie de aandelen worden overgedragen.

Bij de oprichting noch bij een latere statutenwijziging kan dit wettelijk recht geheel worden opgeheven (hoger, nr. 71).

89. Indien bij de oprichting geen overdraagbaarheidsbeperkingen in de statuten werden ingebouwd, dan zou men kunnen stellen dat het wettelijk recht op vrije overdraagbaarheid door de statuten gehandhaafd werd.

Of het daardoor meteen een statutair verworven recht wordt is een andere zaak.

(173) „Attendu que, sous l'empire de l'article ... 70 ..., l'assemblée générale ne pouvait modifier les droits attribués aux actionnaires par les statuts que si ces droits n'étaient pas spéciaux à certains actionnaires individuellement ou à certaines catégories d'actionnaires" (Cass., 5 juni 1947, *Pas.*, 1947, I, (240), 246).

(174) GILSON, F., „De la clause des statuts d'une société anonyme subordonnant le transfert des actions nominatives à l'agrément du conseil d'administration", *R.P.S.*, 1956, nr. 4554, p. 54; STRYCKMANS, J. en COPPENS, P., *a.a.*, 4.

(175) VAN RYN, J., *a.w.*, nr. 803, p. 482.

Men ziet niet in waarom aan dit recht van vrije overdracht na de oprichting niet meer zou kunnen getornd worden bij eenvoudige statutenwijziging indien de overdraagbaarheid niet geheel onmogelijk gemaakt wordt (hoger, nr. 71) en indien de gelijkheid tussen de aandeelhouders gerespecteerd wordt.

Het lijkt dus denkbaar om, bij statutenwijziging, de aandelen verplicht nominatief te maken en hun overdraagbaarheid voortaan te onderwerpen aan aanvaarding door de raad van bestuur of de algemene vergadering(176).

Natuurlijk kan dergelijk besluit tot statutenwijziging nog steeds getoetst worden aan het belang van de vennootschap en eventueel vernietigd worden op grond van misbruik of afwending van stemrecht (hoger, nrs. 41 e.v.).

6. *De rechten verworven aan individuele aandeelhouders*

90. Uiteindelijk blijkt de theorie van de verworven rechten nog enkel relevantie te hebben voor die rechten die door de statuten werden toegekend aan individuele aandeelhouders die geen categorie uitmaken(177).

Inzoverre moeten deze aandeelhouders beschouwd worden als derden die een contract hebben afgesloten met de vennootschap dat enkel met de wederzijdse toestemming bedoeld in artikel 1134 B.W. kan gewijzigd worden(178).

(176) Zie, in die zin PASSELECQ, F., „De la cessibilité et de la négociabilité des actions dans les sociétés de capitaux, spécialement dans la société anonyme”, *R.P.S.*, 1949, nr. 4093, p. 162. In Frankrijk wordt deze oplossing trouwens sinds lang aanvaard: Cass. fr., 22 oktober 1956, *R.P.S.*, nr. 4728, p. 4; Rouen, 18 november 1958, *R.P.S.*, 1959, nr. 4883, p. 186; Parijs, 2 mei 1966, *R.P.S.*, 1967, nr. 5357, p. 59. Voor meer details, zie K. GEENS, *La clause d'agrément*, *R.P.S.*, 1989 (te verschijnen).

(177) Vgl. Cass., 5 juni 1947, *Pas.*, 1947, I, (240), 246: „...que seuls désormais constituent des droits acquis aux actionnaires et intangibles conformément à l'article 1134 du Code Civil, les avantages attribués par le pacte social à certains associés personnellement, et créant, dans le chef de ceux-ci, des intérêts propres et spéciaux, à l'exclusion des droits conférés par les statuts à des catégories d'actionnaires”.

(178) COPPENS, P., *L'abus de majorité*, nr. 105, p. 140.

RÉSUMÉ

Le présent article entend préciser sur quelles bases le juge peut accorder à l'actionnaire minoritaire une protection contre les constructions «anti-raider» que la majorité veut faire insérer dans les statuts et contre l'utilisation qui est faite de ces constructions ainsi que d'autres moyens de défense par le conseil d'administration.

Bien entendu, la position de l'actionnaire minoritaire par rapport aux constructions de protection n'est pas univoque: à côté du «raider» lui-même, il y a les petits épargnants, mais aussi les actionnaires minoritaires institutionnalisés, qui peuvent même, le cas échéant, disposer d'une minorité de blocage.

Le juge dispose de nombre de notions et de critères pour apprécier le comportement de la majorité ou du conseil d'administration. La base juridique permettant de contester une construction de protection statutaire peut être trouvée dans la théorie du détournement de pouvoirs ou de l'abus de droit telle qu'elle se retrouve, en matière contractuelle, dans l'exigence de bonne foi.

Il faut relever en premier lieu que la nature du droit de vote diffère selon qu'il s'agit d'une assemblée générale ou du conseil d'administration. Dans ce dernier cas, il s'agit d'une compétence liée à l'objet, devant être exercée par les administrateurs dans l'intérêt de la société et en sans tenir compte de leur propre intérêt. En exprimant son vote, l'actionnaire peut tenir compte également de son propre intérêt patrimonial, du moins si celui-ci peut être affecté par la décision à prendre.

L'intérêt de la société figure depuis 1962 dans la loi belge sur les sociétés commerciales comme critère d'appréciation d'une décision de l'assemblée générale d'exclure le droit de préférence à l'émission d'obligations convertibles ou d'obligations avec droit de préférence. Cet intérêt est compris de deux manières dans la doctrine, soit comme la synthèse de tous les intérêts concernés dans la société, soit comme l'intérêt collectif des actionnaires. Dans les deux cas, celui qui est appelé à agir dans l'intérêt de la société, doit comparer l'intérêt des actionnaires et les autres intérêts concernés. Au demeurant, l'intérêt de l'actionnaire individuel n'est compris dans l'intérêt collectif des actionnaires que sous son aspect de participation aux bénéfices.

Quelle que soit la vision adoptée à l'endroit de l'intérêt de la société, l'auteur plaide pour un contrôle judiciaire moins marginal dans l'appréciation d'un éventuel détournement par les administrateurs de leurs compétences liées à l'objet que dans l'appréciation de l'abus par des actionnaires de leur compétences non liées à l'objet. En effet, un contrôle purement marginal ne sauvegarde guère le caractère en principe lié à l'objet des compétences des administrateurs. Un tel contrôle plus strict est justifié lorsque le conseil d'administration mène seul sa défense contre une attaque en bourse. A ce moment, en effet, seul le conseil est en mesure de servir efficacement l'intérêt de la société; mais il a par ailleurs aussi un grand intérêt propre — et parfois un intérêt contraire — à contrer à tout prix «le raider».

L'auteur plaide également pour une extension de l'assimilation formelle (obligation de traiter de la même façon les titres de la même catégorie) à une égalité matérielle. Certes, le principe de l'égalité formelle ne permet pas non plus de supprimer une catégorie de titres, et la modification des rapports mutuels entre les droits des titres de différentes catégories n'est possible qu'en respectant les conditions stipulées à l'article 71 de la loi sur les sociétés commerciales. Il n'en faut pas moins essayer de mettre au point un critère permettant de juger des situations qui, d'une part, respectent l'égalité interne formelle entre les actions mais, d'autre part, entraînent

une inégalité externe matérielle entre les actionnaires. Il est proposé de considérer une telle rupture de l'égalité matérielle comme justifiée, sauf si elle est contraire à l'intérêt de la société. Ce critère est particulièrement utile en cas d'exclusion du droit de préférence.

La théorie des droits acquis statutaires ne permet pas d'offrir une grande protection à l'actionnaire minoritaire. Le caractère acquis d'un droit statutaire fait qu'il est impossible d'y contrevenir par une simple modification des statuts.

L'auteur conclut cependant qu'il n'y a pas de place pour des droits qui seraient acquis à tous les actionnaires. On peut toucher aux droits acquis d'une catégorie déterminée dans les limites de l'article 71 de la loi sur les sociétés. Les droits acquis d'un actionnaire individuel sont soumis à la règle de l'article 1134 C.c. Une application de cette conclusion aux limitations de cessibilité n'empêche nullement d'insérer de telles limitations dans les statuts après la création de la société.

ZUSAMMENFASSUNG

In diesem Beitrag versucht der Verfasser anzudeuten aus welchen Gründen der Richter dem Minderheitsaktionär einen Schutz gegen Antiraidervorkehrungen, die die Mehrheit in die Statuten aufnehmen will, und gegen die Anwendung dieser Vorkehrungen und anderer Verteidigungsmittel durch den Verwaltungsrat bieten kann.

Es leuchtet ein, daß die Stellung des Minderheitsaktionärs in Bezug auf Verteidigungskonstruktionen nicht eindeutig ist: neben dem Raider selbst gibt es die kleinen Anleger aber auch die etablierten Minderheitsaktionäre die gelegentlich sogar über eine Sperrminderheit verfügen.

Der Richter hat bei der Beurteilung des Verhaltens der Mehrheit oder des Verwaltungsrates viele Begriffe und Kriterien zur Verfügung. Der Rechtsgrund für die Anfechtung einer statutarischen Verteidigungskonstruktion kann in der Theorie der Befugnisabwendung oder des Rechtsmißbrauchs der vertragsmäßig in die Forderung des guten Glaubens aufgeht, gefunden werden.

Zunächst soll darauf hingewiesen werden, daß die Art des Abstimmrechtes verschieden ist, je nachdem es sich um die Hauptversammlung oder um den Verwaltungsrat handelt. In letzterem Fall ist es eine gezielte Befugnis die von den Verwaltern im Interesse der Gesellschaft und mit Außerbetrachtlassung des eigenen Belanges ausgeübt werden muß. Der Aktionär darf beim Abgeben seiner Stimme auch seinen eigenen Vermögensbelang berücksichtigen, insofern dieser allerdings von der zu treffenden Entscheidung betroffen ist.

Der Belang der Gesellschaft gilt seit 1962 im belgischen Handelsgesellschaftengesetz als Kriterium zur Beurteilung einer Entscheidung der Hauptversammlung zum Ausschluß des Vorzugsrechtes bei der Ausgabe von Wandelobligationen oder Obligationen mit Optionsrecht. Dieser Belang wird in der Doktrine auf zweierlei Weise festgelegt, nämlich als eine Synthese aller an der Gesellschaft beteiligten Belange, bzw. als kollektiver Belang der Aktionäre. In beiden Anschauungsweisen soll derjenige der im Belang der Gesellschaft handeln muß, den Belang der Aktionäre gegenüber den übrigen beteiligten Belangen abwägen. Übrigens geht der individuelle Belang der Aktionäre nur unter dem Aspekt der Gewinnbeteiligung in den kollektiven Belang der Aktionäre auf.

Egal welche Anschauungsweise des Belanges der Gesellschaft gewählt wird, der Verfasser befürwortet eine weniger marginale richterliche Prüfung bei der Beurteilung einer gelegentlichen Abwendung gezielter Verwaltungsbefugnisse als bei der Einschätzung des Mißbrauchs nicht gezielter Aktionärsbefugnisse.

Eine rein marginale Prüfung läßt ja am grundsätzlich gezielten Charakter der Verwaltungsbefugnisse kein gutes Haar. Eine derartige strengere Prüfung ist angewiesen, wenn sich der Verwaltungsrat eigenständig gegen einen Börsenangriff verteidigt. In dem Augenblick ist ja nur der Verwaltungsrat imstande dem Belang der Gesellschaft zweckmäßig zu dienen, aber andererseits hat er einen starken und manchmal konfliktären Eigenbelang dem Raider entgegenzuarbeiten, was es auch koste.

Zugleich befürwortet der Verfasser die Ausbreitung der formalen Gleichheit („Wertpapiere derselben Kategorie müssen gleich behandelt werden“) zu einer materiellen Gleichheit. Auch das formale Gleichheitsprinzip läßt allerdings nicht zu eine Kategorie Wertpapiere abzuschaffen und das gegenseitige Verhältnis zwischen den Rechten von Wertpapieren aus verschiedenen Kategorien kann nur abgeändert werden unter der Voraussetzung einer Erfüllung der im Art. 71 des Handelsgesellschaftengesetzes bestimmten Bedingungen. Dennoch soll versucht werden ein Kriterium zu entwickeln das ermöglicht Situationen zu beurteilen die einerseits die formalinterne Gleichheit zwischen den Aktien berücksichtigen, die andererseits aber eine materiell-externe Ungleichheit zwischen den Aktionären veranlassen.

Es wird vorgeschlagen eine solche Verbrechung der materiellen Gleichheit schicklich zu machen, insoweit sie dem Belang der Gesellschaft nicht widerspricht. Bei dem Ausschluß des Vorzugsrechtes ist dieses Kriterium besonders anwendbar.

Die Theorie der erworbenen statutären Rechte ist nicht imstande dem Minderheitsaktionär großen Schutz zu bieten. Der erworbene Charakter eines statutären Rechtes macht es bei einer normalen Abänderung der Statuten unmöglich dieses Recht zu beeinträchtigen. Die Schlußforderung stellt jedoch, daß es für Rechte die alle Aktieninhaber erworben hätten, keinen Raum gibt. Rechte die von einer gewissen Kategorie erworben sind, können innerhalb der Grenzen des Art. 71 des Handelsgesellschaftengesetzes beeinträchtigt werden. Rechte die ein individueller Aktieninhaber erworben hat, unterliegen der Regel des Art. 1134 BGB. Eine Anwendung dieser Schlußfolgerung auf Übertragbarkeitsbeschränkungen beinhaltet, daß nichts verhindert solche Beschränkungen nach der Gründung der Gesellschaft in die Statuten aufzunehmen.

SUMMARY

In this contribution, the author seeks to communicate the grounds on which courts may provide protection to the minority shareholder against the anti-raider constructions which the majority wishes to see included in the articles of incorporation, and against the use made of such devices and other defensive tactics by the Board of Directors.

Obviously the position of the minority shareholders in relation to the defensive constructions is not unambiguous, since apart from the raider himself there exists a number of small investors as well as the established minority shareholders who could constitute a blocking minority.

The courts have a number of concepts and criteria at their disposal in assessing the conduct of the majority or of the board of directors. The legal basis for challenging a statutory defensive construction can be found in the misuse of powers theory or that of the abuse of the law, which at the contractual level is subsumed in the *bona fide* requirement.

In the first place, it should be pointed out that the nature of the right to vote differs according to whether we are dealing with a General meeting or with a Board of Directors. If the latter is the case, we are faced with a goal-directed power which has to be exercised by the directors in the interests of the company and with disregard of their own interests. The shareholder may, in casting his vote, also take account of his own property interests if these are affected by the decision to be reached.

The company's interest constitutes since 1962, in the Law relating to Commercial Companies, a criterion in assessing a decision of the General Meeting to exclude preferential rights when issuing convertible bonds or preferential bonds. This notion of the interest of the company is complemented by the available literature in two ways, i.e. either as a synthesis of all interests involved in the company, or as the collective interests of the shareholders. In either interpretation, the person who is to act in the company's interests must balance the shareholders' interests against the other interests involved. In addition, the individual shareholder's interest is only subsumed in the collective shareholders' interests in the shape of his share in the profits.

Whatever one's interpretation of the concept of "the company interest" may be, the author favours an assessment by the courts which is less marginal when judging a misuse of the goal-directed powers than when assessing misuses of non-goal-directed powers exercised by the shareholders. A purely marginal assessment demolishes almost entirely the goal-directed nature in principle of the directors' powers. This type of strict assessment is appropriate where the board of directors mounts a defensive action of its own accord against a stock exchange raid. At such moments it is only the Board which is in a position to safeguard the company interest; on the other hand, the board also has a strong personal interest, which sometimes conflicts with the company interest, in obstructing the raider.

The author also champions the extension of the formal equality ("securities coming under the same category must be subjected to equal treatment") to reach substantive equality. True, the principle of formal equality does not permit either the cancellation of a category of securities, and the relationship between rights attached to the securities of various categories can only be changed in compliance with the conditions stipulated in Article 71 of the Commercial Companies Law. However, an attempt must be made to develop a criterion which allows for the assessment of situations which, on the one hand, respect the formal internal equality between the shares, but, on the other hand, cause substantive external inequalities to arise between the shareholders. It is proposed to consider such a breach of the substantive equality to be legitimate, unless it conflicts with the company interest. This criterion is particularly useful when excluding preferential rights.

The theory of the acquired statutory rights does not afford a great deal of protection to the minority shareholder. The acquired nature of a statutory right makes it impossible to undermine it when the articles of incorporation are changed. The conclusion is reached, however, that there is no scope for those rights which could have been acquired by all shareholders. Rights attached to a certain category could be affected within the scope of Article 71 of the Commercial Companies Law.

Rights acquired by individual shareholders are subject to the rule contained in Article 1134 of the Civil Code. To apply this conclusion to transferability restrictions implies that nothing prevents such limitations from being incorporated in the Articles of Incorporation following the setting up of the company.

RESUMEN

En este artículo el autor intenta explicar cómo el juez puede proteger al accionista minoritario contra los mecanismos anti-raider que la mayoría quiere hacer incluir en los estatutos y contra el uso que hace de ellas y de otros medios de defensa el consejo de administración.

Está claro que la posición del accionista minoritario respecto a los mecanismos de protección no es siempre la misma: aparte del raider mismo, tenemos a los pequeños inversionistas, pero también a las minorías fijas de accionistas, que pueden incluso disponer de una minoría de bloqueo.

El juez dispone de muchos criterios y nociones para juzgar el comportamiento de la mayoría de accionistas o del consejo de administración. La teoría del traspaso de competencias o del abuso de derecho es una base jurídica para la impugnación del mecanismo de protección estatutario. En el plano contractual esta teoría se traduce en la demanda de la buena fe.

Primero hay que señalar que el tipo de derecho al voto es diferente según se trate de una asamblea general o de un consejo de administración. En este caso, es una competencia ejercida por los directores con miras al bien común y haciendo caso omiso de su propio interés. El accionista, al emitir su voto, puede tener en cuenta su propio interés económico en caso de que éste se vea afectado por la decisión a tomar.

En la ley belga sobre las sociedades mercantiles, el interés de la sociedad funciona, desde 1962, como criterio para juzgar una decisión de la asamblea general que excluye el derecho de preferencia en caso de emisión de obligaciones convertibles o de obligaciones con derecho de preferencia. En la doctrina, este interés toma dos formas, o bien como síntesis de todos los intereses implicados en la sociedad, o bien como interés colectivo de los accionistas. Las dos visiones contemplan que el que tiene que actuar en interés de la sociedad tiene que pesar el interés de los accionistas contra los otros intereses implicados. Por lo demás, el interés individual del accionista sólo forma parte del interés colectivo de accionistas en cuanto a la participación en los beneficios.

Sea cuál sea la visión que se toma en interés de la sociedad, el autor dice que para juzgar un eventual traspaso de las competencias administrativas en lo que se refiere a bien común, se necesita un control judicial menos marginal que para juzgar el abuso de competencias del accionista que no se refieren al bien común. El hecho es que, con un control exclusivamente marginal, queda muy poco de la idea de bien común de las competencias administrativas. Un control más severo es oportuno cuando el consejo de administración se defiende por propia iniciativa contra la adquisición masiva de acciones por una empresa determinada. En ese momento, sólo el consejo puede servir eficazmente el interés de la sociedad, pero por otra parte pesa también su propio y a veces conflictivo interés para molestar al raider cueste lo que cueste.

El autor también aboga por una extensión de la igualdad formal («hay que tratar de la misma manera los valores de la misma categoría») a una igualdad material. Sin embargo, hay que admitir que el principio de igualdad formal tampoco permite suprimir una categoría de valores, y que la relación mutua entre los derechos de valores de distintas categorías sólo puede ser cambiada si se respetan las condiciones estipuladas en el art. 71 de la Ley sobre las Sociedades. Esto no obstante, hay que intentar desarrollar un criterio que permita juzgar situaciones que, por una parte, respeten la igualdad formal-interna entre las acciones, pero que, por otra parte, causen una desigualdad material-externa entre los accionistas. Se propone considerar como útil tal ruptura de la igualdad material, a menos que sea contraria al interés de la sociedad. En caso de exclusión del derecho de preferencia, este criterio es particularmente útil.

La teoría de los derechos estatutarios adquiridos no protege mucho al accionista minoritario. El carácter adquirido de un derecho estatutario hace que sea imposible afectar este derecho en caso de una reforma ordinaria de los estatutos. No obstante, la conclusión es que no se pueden admitir derechos adquiridos para todos los accionistas. Los derechos adquiridos para una categoría determinada pueden ser atacados dentro de los límites del art. 71 de la Ley sobre las Sociedades. Los derechos adquiridos en favor de un accionista individual están sometidos a la reglamentación del art. 1134 del Código Civil. Una aplicación de esta conclusión a las limitaciones de transmisibilidad implica que no hay nada que impida incluir tales limitaciones en los estatutos después de la constitución de la sociedad.