

AANDELEN MET DUBBEL STEMRECHT EN DE (ON)TROUW VAN DE AANDEELHOUDERS *.

Pierre Saelen

Onder wetenschappelijke begeleiding
van Prof. K. GEENS en M. WYCKAERT (K.U. Leuven)

INLEIDING.

De juridische gevolgen van het aandeelhouderschap in de N.V. behelzen verschillende aspecten. Niet het minst belangrijke daarvan is het stemrecht op de algemene vergadering dat volgens art. 74 Venn.W. in verhouding staat tot het ingebrachte kapitaal.

De bevoorrechte aandelen zonder stemrecht ¹ zijn op dit principe een bekende uitzondering. Hun toepassingsgebied werd echter beperkt tot de subsidiesfeer ² van de reconversievennootschappen ³ en de Nationale Sectoren ⁴.

Het Franse recht daarentegen kent een interessante uitzondering die niet tot de subsidiesfeer beperkt bleef: *het aandeel met dubbel stemrecht*.

De techniek van het aandeel met dubbel stemrecht is interessant omwille van haar specifieke klemtoon op *de trouw* van de aandeelhouder. Om dit ten volle te begrijpen, worden eerst enkele aspecten belicht van zijn voorganger, het aandeel met meervoudig stemrecht.

* Met dank aan M. Wyckaert en L. Liefsoens (K.U. Leuven) voor hun onmisbare hulp bij het totstandkomen van deze bijdrage.

(1) Art. 63 Herstelwet (W. 31 juli 1984, B.S., 10 augustus 1984, errata B.S., 22 september 1984).

(2) KREKELS, P., "Bevoorrechte aandelen zonder stemrecht: van economische overheidssteun naar privé ondernemingsfinanciering", *Jura Falc.*, 1986-87, 297-317; SCHRANS, G., "De invoering van non-voting shares in de textielsector - een regeling van economisch privaatrecht", in *Liber Amicorum Dumon*, Antwerpen, Kluwer, 1983, 245-259; VAN BRUYSTEGEM, B., "Bevoorrechte aandelen zonder stemrecht", *R. W.*, 1984-85, 1905-1920; VAN BRUYSTEGEM, B., "Is er nog leven voor bevoorrechte aandelen zonder stemrecht?", in *Liber Amicorum Jan Ronse*, Brussel, Story, 1986, 335-344; WINKIN, J., "Bevoorrechte aandelen zonder stemrecht naar Belgisch recht: huidige toestand en vooruitzichten", *T.B.H.*, 1986, 252-275.

(3) Art. 56 Herstelwet.

(4) K.B. Nationale Sectoren 7 mei 1985, B.S., 11 mei 1985.

I. DE VOORGESCHIEDENIS VAN HET AANDEEL MET DUBBEL STEMRECHT.

A. HET ONTSTAAN VAN AANDELEN MET MEERVOUDIG STEMRECHT.

Rond de eeuwwisseling werd in bijna alle (geïndustrialiseerde) landen de verhouding "één aandeel, één stem" verbroken door de praktijk van het meervoudig stemrecht ⁵. Het meervoudig stemrecht houdt in dat aan eenzelfde kapitaalbreng een verschillend aantal stemmen verbonden zijn. Dit gebeurt ofwel door hetzelfde stemrecht te verlenen aan aandelen met een verschillende nominale waarde (*indirect* meervoudig stemrecht), ofwel door een verschillend stemgewicht te geven aan verschillende categorieën van aandelen met eenzelfde nominale waarde (*direct* meervoudig stemrecht). Wanneer verder in deze verhandeling zonder meer "aandelen met meervoudig stemrecht" vermeld staat, wordt deze laatste categorie bedoeld.

Pas in de jaren twintig kenden de aandelen met meervoudig stemrecht een dermate spectaculaire bloei dat ze bijna de algemene regel werden. Op aansporing van de nationale regeringen werden ze als verweermiddel gehanteerd tegen het opkopen van de nationale economie door buitenlanders (of beter, tegen de *Amerikanisatie* ervan). Vooral in de landen met een grote muntontwaarding konden die buitenlanders bijna moeiteloos heel wat ondernemingen opkopen ⁶.

B. DE TOEN AANGEHAALDE ARGUMENTEN VOOR HET MEERVOUDIG STEMRECHT.

Het meervoudig stemrecht ontstond uit de praktijk. Het beschermde de nationale bedrijven tegen de beweerde ontrouw van de kleine particuliere beleggers door *de controleposities* van de economisch "nuttige" aandeelhouders te versterken. Deze nationalistisch getinte argumentatie steunde op het uitgangspunt dat aan de "kleine aandeelhouder-belegger" elke verbondenheid met de vennootschap, elke *affectio societatis* vreemd was. Hij zou slechts een speculant, "*un actionnaire de passage*" zijn ⁷.

(5) Voor een uitvoerige bespreking van het ontstaan van het meervoudig stemrecht: zie GAILLARD, E., *La société anonyme de demain*, Parijs, Sirey, 1942, 92; PIC, P., *Droit Commercial des sociétés commerciales*, II, Parijs, Rousseau, 1930, 171.

(6) DUQUENNE, H., "Les actions à voix plurales et leur légalité en Belgique", *J. T.*, 1925-26, 67; GAILLARD, E., *o.c.*, 93; HAMEL, J., LAGARDE, G., en JAUFFRET, A., *Traité de droit commercial*, II, Parijs, Dalloz, 1966, 265.

(7) BAUGNIET, J., "Le vote différentiel dans les sociétés anonymes", *Rev. Not. B.*, 1928, nr. 1778, 481; COLARD-VAN NUFFEL, CH., "Une application vicieuse de l'arrêté royal n° 26 du 31 octobre 1934 relatif au droit de vote dans les sociétés anonymes", *R.P.S.*, 1936, nr. 3492, 1-2; DUQUENNE, H., *l.c.*, 68; ESCARRA, J. en D. en RAULT, J., *Les sociétés commerciales*, III, *Sociétés par actions*, in *Traité théorique et pratique de droit commercial*, Parijs, Sirey, 1955, 142; HEMARD, J., TERRE, F. en

C. DE GEVOLGEN VAN HET MEERVOUDIG STEMRECHT.

Het meervoudig stemrecht koppelde *het risico* de inbreng te verliezen los van *de macht* in de vennootschap ⁸. De overgrote massa van onmondige aandeelhouders moest volledig op de eerlijkheid van de beleidsbepalende aandeelhouders en de door hen ongenaakbaar gemaakte bestuurders vertrouwen ⁹. Deze laatsten hielden echter meer met hun eigen belangen rekening, wat tot heel wat *misbruiken* aanleiding gaf ¹⁰.

Tegen het einde van de jaren twintig werden de ontstane wanverhoudingen als schokkend ervaren. De publieke opinie bestempelde het meervoudig stemrecht zelfs als "aandeelhoudersfascisme" ¹¹. In België werden ook op juridisch vlak bedenkingen geuit. Met name RESTEAU beschouwde deze praktijk als een omzeiling van de stembepalingen van art. 76 (toen art. 74) Venn. W. ¹² Bovendien bleek dat het meervoudig stemrecht er niet in slaagde om bepaalde van haar doelstellingen te verwezenlijken ¹³.

D. REACTIE.

In België werden de aandelen met meervoudig stemrecht door het Bijzondere Machten-K.B. van 31 oktober 1934 verboden en werd het beginsel ingevoerd dat het stemrecht in evenredige verhouding staat tot de kapitaal-inbreng van de aandeelhouder ¹⁴.

Niet in alle Europese landen ging men tot dergelijke radicale maatregelen over. In Engeland en Luxemburg kwam er zelfs geen enkele beperking. Maatregelen in andere landen omvatten o.a. het verbod om dergelijke aandelen nog uit te geven, het verbod om de bestaande aandelen met meervoudig stemrecht nog meer stemrecht te geven en de beperking van de aanlegenheden waarvoor de extra-stemmen kunnen worden uitgebracht ¹⁵.

MABILAT, P., *Sociétés commerciales*, II, Parijs, Dalloz, 1974, 172; LETELLIER, F., *Le droit de vote de l'actionnaire*, Parijs, Domat, 1942, 22; MARX, J.-M., *Le vote plural et les procédés de maîtrise dans les sociétés anonymes*, Brussel, Librairie générale de droit, 1929, 26 en 45 e.v.; PIC, P., *o.c.*, 170.

(8) GAILLARD, E., *o.c.*, 93 en 98.

(9) LETTELIER, F., *o.c.*, 23.

(10) DEMEUR, P., "La notion du capital exprimé en relation avec le droit de vote de l'actionnaire", *R.P.S.*, 1952-53, nr. 4272, 235; FREDERICQ, L., *Traité de droit commercial belge*, IV, *Les sociétés en droit belge*, Gent, Fecheyr, 1950, 682; ESCARRA, J., e.a., *o.c.*, 143; LETELLIER, F., *o.c.*, 23.

(11) GAILLARD, E., *o.c.*, 93; RIPERT, G. en ROBLOT, R., *Traité élémentaire de droit commercial*, I, Parijs, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1986, 820; HAMMEL, J., e.a., *o.c.*, 265.

(12) RESTEAU, C., *Traité des sociétés anonymes*, II, Brussel, Librairie Judiciaire, 1933, 288 e.v.; voor een repliek hierop: zie MARX, J.-M., *o.c.*, 12 e.v.

(13) GAILLARD, E., *o.c.*, 93; HEMARD, J., e.a., *o.c.*, 173; PIC, P., *o.c.*, 38-39.

(14) FREDERICQ, L., *o.c.*, 688.

(15) SUETENS-BOURGEOIS, G., *De verhouding meerderheid-minderheid in de naamloze vennootschap*, Ledeberg, Erasmus, 1969, 107.

Frankrijk schafte het meervoudig stemrecht af bij de wet van 13 november 1933. Wel bleven twee uitzonderingen, waaronder het aandeel met dubbel stemrecht, behouden ¹⁶. Historisch gezien betreft het dus *een residu* van de aandelen met meervoudig stemrecht, *ter verzachting* van het verbod op deze laatste ¹⁷.

II. HET AANDEEL MET DUBBEL STEMRECHT IN FRANKRIJK ¹⁸.

A. INLEIDING.

Als basisregel geldt ook naar Frans vennootschapsrecht dat elk aandeel recht geeft op één stem. De statuten kunnen echter aan stabiele aandeelhouders een dubbel stemrecht toekennen, bij wijze van een soort van *getrouwheidspremie* ¹⁹. Hierbij redeneerde de wetgever dat er twee soorten aandeelhouders zijn: enerzijds de op vlugge meerwaarden beluste *speculanten* en anderzijds de getrouwe *partners* van de vennootschap. Deze laatsten konden door het dubbel stemrecht nog meer aan de onderneming gebonden worden ²⁰ waardoor de ondernemingen minder kwetsbaar zouden zijn voor vijandige overnames ²¹.

Het dubbel stemrecht is echter voortaan niet meer het voorrecht van enkelen. Elke aandeelhouder kan het verwerven indien hij zijn aandelen gekocht heeft met de bedoeling zijn belangen met die van de vennootschap te verbinden ²².

B. TOEKENNINGSVOORWAARDEN.

Indien de statuten het uitdrukkelijk toestaan, komen volledig volgestorte aandelen die gedurende een bepaalde periode op dezelfde naam staan, in aanmerking voor dubbel stemrecht ²³. Deze bepaling bevat vijf elementen.

(16) HAMIAUT, *o.c.*, 149-152; HEMARD, J., *e.a., o.c.*, 173-181.

(17) ESCARRA, J., *o.c.*, 144; GAILLARD, E., *o.c.*, 93; HAMEL, J., *e.a., o.c.*, 265; HEMARD, J., *e.a., o.c.*, 173 en 180; PIC, P., *o.c.*, 38 e.v.

(18) Art. 175-176 Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les Sociétés commerciales, *J.O.F. Lois et décrets*, 1966, 6402.

(19) HAMEL, J., *e.a., o.c.*, 266; HEMARD, J., *e.a. o.c.*, 181; MOREAU, P.A. en GUYENOT, J., *Traité pratique des sociétés commerciales*, III, Parijs, Librairie du journal des notaires et des avocats, 1988, 714; RIPERT, G., *e.a., o.c.*, 821.

(20) CONTIN, R., *Le contrôle de la gestion des sociétés anonymes*, in *Bibliothèque de droit de l'entreprise*, Parijs, Librairies Techniques, 1973, 220; RIPERT, G., *e.a., o.c.*, 820.

(21) PIC, P., *o.c.*, 40.

(22) CONTIN, R., *o.c.*, 220-221; ESCARRA, J., *e.a., o.c.*, 164 e.v.; HAMEL, J., *e.a., o.c.*, 266; HEMARD, J., *o.c.*, 821; PIC, P., *o.c.*, 40; RIPERT, G., *e.a., o.c.*, 821.

(23) Art. 175, al. 1.

1. Het voorrecht moet uitdrukkelijk in de statuten bepaald zijn.

De toekenning van het dubbel stemrecht gebeurt dus niet rechtstreeks door de wet ²⁴.

Het voorrecht van het dubbel stemrecht kan zowel in de oorspronkelijke statuten verleend worden, als later door een buitengewone algemene vergadering ingelast worden ²⁵. In dit laatste geval is de buitengewone meerderheid die voor elke statutenwijziging nodig is, vereist ²⁶.

2. De aandelen moeten volledig volgestort zijn.

Deze vereiste bestaat niet voor de toekenning van het enkelvoudig stemrecht. Naar de mening van de heersende Franse rechtsleer wordt het gelijkheidsbeginsel hierdoor echter niet omzeild, gelet op de verplichting om *alle* aandelen binnen de vijf jaar volledig vol te storten ²⁷. Zo kan *elke* aandeelhouder ten laatste na vijf jaar het dubbel stemrecht verwerven ²⁸.

3. De aandeelhouders moeten een "getrouwheidsstage" doorlopen.

Dit is een volgehouden stage van minstens twee jaar. De aandeelhouder moet zo van zijn verbondenheid met de vennootschap getuigen. Elke onderbreking doet de reeds verworven termijn of een reeds verworven stemrecht onmiddellijk teniet ²⁹.

Het vertrekpunt van de termijn is niet de opname van de clause in de statuten en evenmin de volstorting van het aandeel, maar wel de inschrijvingen op naam in het aandelenregister. Wanneer de techniek van het dubbel stemrecht later in de statuten opgenomen wordt, kan dit dus soms tot gevolg hebben dat sommige aandelen onmiddellijk een dubbel stemrecht verkrijgen ³⁰.

(24) HEMARD, J., e.a., o.c., 181.

(25) *Ibid.*; ESCARRA, J., e.a., o.c., 165.

(26) Eenmaal het dubbel stemrecht door de statuten toegestaan is, moet nog aan enkele publiciteitsvereisten voldaan worden:

1. De beslissing van de buitengewone algemene vergadering moet, op straffe van nietigheid, op de griffie van de rechtbank van koophandel van het arrondissement waar de maatschappelijke zetel van de vennootschap gelegen is, neergelegd worden (artt. 55, 59 en 61 van de Wet van 1867);

2. De beslissing moet in het "Journal d'annonces légales" gepubliceerd worden (art. 57 van de Wet van 1867, gewijzigd door het decreet van 30 oktober 1935);

3. Eenieder die de koersen van gelijk welke effecten van die vennootschap publiceert, is, op straffe van boete, verplicht het bestaan van dergelijke aandelen te vermelden (art. 7 van de Wet van 13 november 1933). Zie ESCARRA, J., e.a., o.c., 173-174.

(27) Art. 75, al. 2 van de wet van 1966.

(28) ESCARRA, J., e.a., o.c., 164 en 166; HAMEL, J., e.a., o.c., 267; HEMARD, J., e.a., o.c., 182.

(29) ESCARRA, J., e.a., o.c., 166-167; RIPERT, G., e.a., o.c., 821.

(30) ESCARRA, J., e.a., o.c., 166; HEMARD, J., e.a., o.c., 183; MOREAU, P.A., e.a., o.c., 714.

Hiermee kan men een vijandige overname-kandidaat verrassen.

De getrouwheidsstage is dus ook een veiligheidsmaatregel voor de andere aandeelhouders en voor de vennootschap tegen vijandige operaties ³¹.

4. De aandelen moeten op naam zijn.

Elke omzetting aan toonder, zelfs indien men het verdere behoud van de eigendom van de aandelen zou kunnen bewijzen, doet het dubbel stemrecht of de reeds doorlopen getrouwheidsstage teniet. Deze voorwaarde bevestigt en versterkt de voorwaarde van trouw ^{32 33}.

De *ratio legis* van deze bepaling zou de onmogelijkheid van controle op de continue getrouwheid van de aandeelhouders bij aandelen aan toonder zijn.

Nochtans stelde het Franse studiecmité voor de hervorming van het bedrijfsleven in 1978 voor om het dubbel stemrecht ook toe te kennen aan aandelen aan toonder die gedurende minstens één jaar in eigendom van dezelfde aandeelhouder blijven ³⁴. Het comité legde echter niet uit hoe de getrouwheidscontrole dan zou kunnen plaatsvinden. Blijkbaar vond het dit geen onoverkomelijke moeilijkheid.

GEENS biedt een oplossing die zowel in België als in Frankrijk gebruikt zou kunnen worden. Het aandeel aan toonder kan door zijn nummer geïndividualiseerd worden ³⁵, waardoor men op het ogenblik dat de aandeelhouder zijn aandelen deponeert met het oog op zijn deelname aan de algemene vergadering zijn identiteit kan natrekken door de nummers van de gedeponeerde aandelen te vergelijken met degene die hem bij de oprichting of bij een vorige overdracht werden toebedeeld of die hij bij een vorige algemene vergadering deponeerde ³⁶. Praktisch zou men dit met behulp van een streepjescode kunnen informatiseren. De vraag rijst echter of de sanctie van art. 200 Venn.W. wel zwaar genoeg is om het gebruik van stromannen te verhinderen.

Aandelen aan toonder die een dubbel stemrecht zouden hebben, kunnen even vlot op de beurs verhandeld worden als de gewone aandelen aan toonder. Eenmaal ze hun geïdentificeerd aandeel aan toonder verkocht hebben, is het praktisch bijna onmogelijk om dit geïdentificeerde aandeel terug te

(31) ESCARRA, J., e.a., o.c., 166-167.

(32) ESCARRA, J., e.a., o.c., 166; HEMARD, J., e.a., o.c., 183.

(33) ESCARRA ziet blijkbaar geen problemen om een aandeel aan toonder in een aandeel op naam om te zetten of *vice versa*. ESCARRA, J., e.a., o.c., 166. Art. 176, al. 1. Art. 263 bepaalt gewoon dat aandelen aan toonder of op naam zijn.

(34) SUDRÉAU, P., *Rapport du comité d'étude pour la réforme de l'entreprise*, Parijs, La documentation française, 1978, 105.

(35) GEENS, K., "Vooronderstelt een aanvaardingsclausule in een naamloze vennootschap dat de aandelen op naam zijn?", T.R.V., 1989, 417.

(36) *Ibid.*, 419.

kopen. Zo is een aandeelhouder aan toonder zijn dubbel stemrecht meteen kwijt.

Indien de neerlegging van hetzelfde geïndividualiseerde aandeel aan toonder op twee algemene vergaderingen enkel als *een vermoeden* van "doorlopende" eigendom zou gelden, blijft het tegenbewijs mogelijk, met name wanneer een aandeelhouder tussen de beide neerleggingen zijn aandeel verkocht en teruggekocht heeft.

5. Het gelijkheidsbeginsel mag niet geschonden worden.

Dit beginsel verbiedt dat het dubbel stemrecht enkel aan bepaalde categorieën van aandelen zou worden verleend. Van zodra een aandeelhouder aan de gestelde voorwaarden voldoet, kan hij ervan genieten. Dit blijkt uit art. 175, al. 1: "Un droit de vote double... peut être attribué... à toutes les actions entièrement libérées..."³⁷

De Franse rechtsleer stelt dat het dubbel stemrecht de gelijkheid tussen de aandeelhouders zelfs verfiijnt, want het onderscheid tussen de stabiele en de tijdelijke aandeelhouders zou zo groot zijn dat een gelijke behandeling van beide categorieën een nog veel grotere inbreuk op *de concrete gelijkheid* uitmaakt³⁸.

Art. 175, al. 3 staat echter toe dat in de statuten een uitzondering wordt opgenomen voor niet-E.G.-aandeelhouders³⁹. Deze discriminatie kan zich op verscheidene wijzen uiten: door de toekenning van het voorrecht van dubbel stemrecht aan strengere voorwaarden te onderwerpen, eventueel zelfs per nationaliteit, of gewoonweg door het dubbel stemrecht voor E.G.-aandeelhouders te reserveren⁴⁰.

De Franse wetgever laat terzake de vrije keuze aan de statuten, want hij kon daartoe niet zelf het initiatief nemen. Dit zou in strijd zijn geweest met verschillende internationale verdragen en meer bepaald met de clausules van het meest-begunstigde land⁴¹. Hierbij rijst dan toch de vraag of deze wettelijk geboden mogelijkheid op zich misschien daarmee al niet in strijd is.

(37) ESCARRA, J., e.a., o.c., 167; MOREAU, P.A., e.a., o.c., 714; RIPERT, G., e.a., o.c., 281.

(38) CONTIN, R., o.c., 220.

(39) Voordien bestond deze discriminatie ook jegens E.G.-aandeelhouders. Deze bepaling werd niet gewijzigd omwille van het feit dat E.G.-aandeelhouders een hogere graad van trouw aan de dag gingen leggen, maar omwille van haar strijdigheid met het E.E.G.-Verdrag.

(40) ESCARRA, J., e.a., o.c., 162; HAMEL, J., e.a., o.c., 266; HAMIAUT, o.c., 159; HEMARD, J., e.a., o.c., 266; RIPERT, G., e.a., o.c., 821.

(41) ESCARRA, J., e.a., o.c., 162; HAMEL, J., e.a., o.c., 266; RIPERT, G., e.a., o.c., 821.

C. MOGELIJKE PROBLEMEN MET BETREKKING TOT HET DUBBEL STEMRECHT IN FRANKRIJK.

1. Moet het dubbel stemrecht door de belanghebbende aandeelhouder opgeëist worden?

ESCARRA beantwoordt deze vraag positief. Hij steunt daarbij op de voorbereidende werken van de wet van 13 november 1933 ⁴². HEMARD daarentegen verdedigt de automatische verkrijging, en roept daartoe vooral de nieuwe wet van 26 juli 1966 in. Een schending van deze regel zou echter sanctieloos blijven bij gebrek aan een wettelijke bepaling terzake ⁴³.

Het werk van ESCARRA dateert van voor de wet van 24 juli 1966. Toen bestond nog een andere mogelijkheid om het dubbel stemrecht te verwerven ⁴⁴, namelijk de onmiddellijke toekenning ervan bij de oprichting van de vennootschap aan de aandelen op naam die volledig volgestort waren op het moment van het definitieve totstandkomen van de vennootschap ⁴⁵. Deze onmiddellijke toekenning van het dubbel stemrecht werd door de wet van 1966 afgeschaft omdat ze niet beantwoordde aan het karakter dat de wetgever aan het dubbel stemrecht had willen geven, namelijk dat van een getrouwheidspremie ⁴⁶.

ESCARRA vermeldt de opeisingsvoorwaarde enkel voor het onmiddellijk verkrijgen van het dubbel stemrecht en niet voor de toekenning van het dubbel stemrecht na een getrouwheidsstage van minimum twee jaar. De conclusie is dus wellicht dat de opeisingsvoorwaarde van ESCARRA samen met haar enige toepassingsgeval verdwenen is.

2. Kan een aandeelhouder zijn aandelen vervroegd volstorten?

Volgens HEMARD kan naar Frans recht alleen de raad van bestuur de volstorting eisen. Om te weten of een dergelijke beslissing een inbreuk op de gelijkheid tussen de aandeelhouders inhoudt, moet de context onderzocht worden waarin de beslissing zich situeert ⁴⁷.

(42) ESCARRA, J., e.a., o.c., 161.

(43) HEMARD, J., e.a., o.c., 183.

(44) *Ibid.*, 181.

(45) ESCARRA, J., e.a., o.c., 159-164.

(46) HAMIAUT, o.c., 149.

(47) HEMARD, J., e.a., o.c., 182.

3. Voor welke beslissingen en op welke vergaderingen kan het dubbel stemrecht worden uitgeoefend?

Deze discussie bestond al ten tijde van het meervoudig stemrecht. De vraag luidde toen of dit stemrecht voor alle beslissingen en ook op de buitengewone algemene vergadering mocht worden uitgeoefend ⁴⁸.

Zowel ESCARRA als HEMARD zijn van mening dat het dubbel stemrecht in beginsel zonder onderscheid voor alle vergaderingen en voor alle beslissingen geldt ⁴⁹.

De Franse wet belet de statuten natuurlijk niet om met de bijzondere meerderheid die voor elke statutenwijziging voorzien is, het voorrecht van het dubbel stemrecht te beperken tot welbepaalde aandeelhoudersvergaderingen of tot welbepaalde beslissingen. Indien de statuten het dubbel stemrecht reeds kennen en men beslist een dergelijke beperking in de statuten in te lassen, dan moet die beslissing door de bijzondere vergadering van de bevoorrechte aandeelhouders bevestigd worden ⁵⁰.

Hierbij dient opgemerkt dat indien het dubbel stemrecht als een machtsversteving wordt opgevat, het op een buitengewone algemene vergadering minstens even nuttig is als op een gewone vergadering. Het volstaat niet altijd een gewone meerderheid te hebben om ongehinderd een beleid te kunnen voeren. Wil het dubbel stemrecht een efficiënte bescherming aan de hoofdaandeelhouders bieden en de eenheid van leiding behouden, dan moet het onverkort gelden ⁵¹.

De Franse wetgever liet deze keuzevrijheid open voor hen die bevreesd waren voor het heropduiken van de oude machtsmisbruiken. Hij vond het echter niet nodig om zelf dergelijke beperkingen bij wet in te voeren, vermits

(48) ESCARRA, J., e.a., o.c., 175; MARX, J.-M., o.c., 55 e.v.

(49) Hiervoor steunen ze op drie argumenten uit de wet van 1933:

1. Door de techniek van het dubbel stemrecht rekent deze wet duidelijk af met het beginsel van art. 31, al. 2 van de wet van 1867, dat bepaalt: "Op deze vergaderingen heeft elke aandeelhouder evenveel stemmen als aandelen."

2. De wet van 1933 die het stemrecht in aandelenvennootschappen regelt, verklaart zich in art. 1 toepasselijk op "de aandeelhoudersvergaderingen". Dit is een ruime formulering zonder enige beperking.

3. Indien de wetgever van 1933 het dubbel stemrecht op de buitengewone algemene aandeelhoudersvergaderingen had willen verbieden, dan zou hij dit uitdrukkelijk gedaan hebben.

Hieruit kan worden besloten dat elke aandeelhouder op de algemene vergaderingen, ook op de buitengewone, minstens over één stem per aandeel moet beschikken en ten hoogste over twee. Art. 31, al. 2 van de wet van 1867 bepaalt dus enkel het minimum stemrecht en de wet van 1933 het maximum stemrecht.

(50) Art. 34 Code de Commerce; ESCARRA, J., e.a., o.c., 175-177; HEMARD, J., e.a., o.c., 184; MOREAU, P.A., e.a., o.c., 715.

(51) Zelfs bij de machtsverschuiving van de algemene vergadering naar de raad van bestuur ten gevolge de eerste E.G.-richtlijn van 9 maart 1968 blijft dit belangrijk (Richtlijn Raad, 9 maart 1968, 68/151, *P.B.L.*, 14 maart 1968, 65/8).

de techniek van het dubbel stemrecht zo geconcipieerd is dat de vroegere misbruiken normalerwijze niet meer kunnen voorkomen.

4. Geldt het dubbel stemrecht enkel voor de aandelen die vrijwillig op naam staan, of ook voor deze die verplicht op naam zijn?

Voor de wet van 24 juli 1966 werd door sommige auteurs de eerste stelling verdedigd ⁵². Hierbij steunden ze op de letterlijke interpretatie van art. 1, al. 1 van de wet van 1933: "...un droit de vote double de celui conféré aux actions au porteur..." In dit geval zouden de vennootschappen die enkel verplichte aandelen op naam kennen, geen dubbel stemrecht kunnen invoeren bij gebrek aan een mogelijke vergelijking met aandelen aan toonder. De wetgever van 1966 oordeelde dat dit niet de bedoeling geweest was in 1933 en verduidelijkte het artikel tot "Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions..." (art. 157, al. 1 nieuwe tekst) ⁵³, waardoor ook aandelen verplicht op naam het dubbel stemrecht kunnen krijgen.

5. Kan men het dubbel stemrecht bij een kapitaalverhoging verkrijgen?

a. Bij een kapitaalverhoging door incorporatie van reserves, winsten of uitgiftepremies.

Hier kunnen het dubbel stemrecht of de reeds doorlopen termijn vanaf de uitgifte van aandelen om niet toegekend worden op voorwaarde dat de nieuwe aandelen op naam zijn en in verhouding staan tot de oude aandelen die reeds van dit (voor)recht genieten (Art. 175, al. 2). De statuten zijn echter vrij de nieuwe aandelen aan dezelfde stage als de oude te onderwerpen (art. 175, al. 2). Dezelfde stage is een maximum, want een langere toekenningstermijn zou strijdig zijn met de gelijkheid tussen de aandelen ⁵⁴.

b. Bij een kapitaalverhoging door intekening op nieuwe aandelen.

Hier geldt het gunstregime niet en moeten de hiervoor vermelde voorwaarden onverkort toegepast worden ⁵⁵.

De huidige regeling bij een gewone kapitaalverhoging met voorkeurrecht houdt een procentuele *verwatering* van het stemgewicht van de aandeelhouder in, terwijl de verhouding van zijn aandelenpakket tot de totaliteit van alle aandelen ongewijzigd blijft ⁵⁶. De vennootschap wordt dan

(52) HEMARD, J., e.a., o.c., 181.

(53) HAMIAUT, o.c., 147.

(54) HEMARD, J., e.a., o.c., 148; MOREAU, P.A., e.a., o.c., 715.

(55) HEMARD, J., e.a., o.c., 148.

(56) Veronderstellen we een controlegroep die 25 procent van de aandelen bezit. Dankzij haar dubbel stemrecht heeft ze geen stemgewicht van 25 op 100, maar van 50 op 125, of 40 procent. De vennootschap voert een kapitaalverhoging van 40 procent door. De contro-

ondanks het bestaan van het meerderheidsblok gedurende twee jaar kwetsbaarder voor een vijandige overname.

De reden waarom de wetgever het dubbel stemrecht of de reeds doorlopen termijn bij een gewone kapitaalverhoging met voorkeurrecht *a rato* van de aandelen die een aandeelhouder reeds heeft, niet toegekend heeft, moet in de volgende situatie gezocht worden.

Veronderstellen we een N.V. met enkele grote regerende aandeelhouders die allen het dubbel stemrecht hebben, net zoals sommige kleine particuliere beleggers. De regerende aandeelhouders hebben zelfs met hun dubbel stemrecht nog geen absolute meerderheid en willen hun machtsbasis verder verstevigen. Ze zouden aandelen kunnen bijkopen. Maar misschien zijn zij niet bereid om een zo groot financieel offer te brengen, omdat een massale aankoop de koers van de aandelen op zou kunnen drijven. Ze kunnen dan beslissen een kapitaalverhoging met voorkeurrecht door de algemene vergadering te laten goedkeuren. Het voordeel is dat ze dan slechts de nominale waarde en misschien een zekere uitgiftepremie moeten betalen, maar ze zouden onmiddellijk een dubbel stemrecht voor deze nieuwe aandelen verkrijgen. Heel wat kleinere aandeelhouders, zelfs deze die een dubbel stemrecht hebben, tekenen niet of niet volledig in en verkopen hun inschrijvingsrechten, bijvoorbeeld omdat het voor hen financieel niet haalbaar is of omdat het niet past in hun (beperkte particuliere) beleggingspolitiek.

Zo zouden sommige aandeelhouders al te gemakkelijk hun macht kunnen verstevigen, ten koste van andere aandeelhouders die niet minder trouw zijn dan zij, maar die deze nieuwe financiële inspanning niet willen, of niet kunnen opbrengen.

Wellicht is het daarom dat de wet voorziet dat voor elk aandeel dat door een extra financiële inspanning (door aankoop of door intekening op een kapitaalverhoging) wordt verkregen, men telkens opnieuw eerst zijn trouw voor dat aandeel moet bewijzen alvorens men er dubbel stemrecht voor krijgt ⁵⁷.

legroep gebruikt al haar inschrijvingsrechten. Zij heeft dan een aandelenverhouding van 35 op 140, wat nog steeds 25 procent is. Haar aandelenverhouding blijft dus ongewijzigd, maar haar stemgewicht bedraagt slechts (50 + 10) op (125 + 40) of 60 op 165, wat 36 procent is. Haar totale stemgewicht is dus met 4 procent gedaald.

(57) Het is duidelijk waarom voor bijgekochte aandelen de reeds bewezen trouw niet zomaar van toepassing kan zijn. Anders zou men maar twee jaar één enkel aandeel op naam hoeven te houden en eenmaal men het dubbel stemrecht ervoor verkregen heeft, massaal aandelen opkopen, ze op naam zetten en onmiddellijk een dubbel stemrecht verkrijgen. Dit zou ideaal zijn om een vijandige overname te lanceren, wat niet de bedoeling van de Franse wetgever is.

6. Wanneer verliest men het voordeel van het dubbel stemrecht of van de reeds doorlopen getrouwheidstermijn?

a. Bij omzetting aan toonder.

Ongeacht een andersluidende bepaling in de statuten, leidt de omzetting aan toonder automatisch tot het verlies van het voorrecht. Om het dubbel stemrecht te herwinnen, moet men opnieuw aan de hoger vermelde voorwaarden voldoen ⁵⁸.

b. Bij eigendomsoverdracht ⁵⁹.

Bij de eigendomsoverdracht van het aandeel verliest de overdrager zijn voorrecht zonder dat het aan de nieuwe eigenaar overgedragen wordt. De nieuwe eigenaar moet zelf eerst aan de voorwaarden voldoen om het dubbel stemrecht te verkrijgen ⁶⁰.

Het voorrecht gaat enkel teniet door de eigendomsoverdracht en bijvoorbeeld niet door de overdracht van het vruchtgebruik van de titel ⁶¹.

Art. 176, al. 1 somt ook bepaalde gevallen op waarin ervan wordt uitgegaan dat er geen speculatierisico is. Het voorrecht blijft dan behouden *alsof* er geen eigendomsoverdracht heeft plaats gevonden ⁶².

(i) Bij de vererving, zowel ab intestato als testamentair.

Omdat de staat als residuaire erfgerechtigde echter veeleer een soevereiniteitsdaad stelt dan een recht als erfgenaam uitoefent, wordt zij, onder andere door ESCARRA en HEMARD, niet als een erfgenaam beschouwd, zodat het voorrecht op haar niet overgaat ⁶³.

(ii) Bij de vereffening van de huwelijksgoederengemeenschap.

De derogatie speelt hier enkel voor de aandelen die gemeenschappelijk zijn ⁶⁴.

(iii) Bij schenkingen onder levenden ten voordele van een echtgenote of van een verwant in erfrechtelijke graad.

Schenkingen moeten hier ruim gezien worden en er worden dus niet al-

(58) ESCARRA, J., e.a., o.c., 168; HEMARD, J., e.a., o.c., 185.

(59) Art. 176, al. 1.

(60) HEMARD, J., e.a., o.c., 186.

(61) *Ibid.*, 186; HAMIAUT, o.c., 153.

(62) ESCARRA, J., e.a., o.c., 169; HEMARD, J., e.a., o.c., 186.

(63) ESCARRA, J., e.a., o.c., 169; HEMARD, J., e.a., o.c., 186 en de daar geciteerde auteurs.

(64) ESCARRA, J., e.a., o.c., 170; HEMARD, J., e.a., o.c., 186.

leen de authentieke schenkingen onder verstaan. Zelfs de contractuele erfstelling valt onder dit regime ⁶⁵.

De derogatie geldt, in tegenstelling tot de vererving, niet voor andere personen, waarschijnlijk omwille van een zeker simulatierisico.

Ook vreemdelingen kunnen van deze derogaties genieten, op voorwaarde dat hun verwerving van het dubbel stemrecht met de desbetreffende statutaire bepalingen overeenstemt.

c. Bij fusie.

De aandeelhouders van de overgenomen vennootschap verliezen hun voordeel niet indien de statuten van de overnemende vennootschap het dubbel stemrecht toelaten. Men doet alsof er geen fusie heeft plaatsgevonden ⁶⁶.

Omdat het echter mogelijk is dat in de nieuwe vennootschap andere aandeelhouders het beleid bepalen, is een fusie echter niet volledig speculatiefvrij.

Met een andere regeling zou de macht in de ondernemingen waarvan men aandelen met dubbel stemrecht had, met de helft verminderen, indien bij een fusie het dubbel stemrecht of het voordeel van de reeds doorlopen termijn zou vervallen. Fusies zouden dan heel wat onaantrekkelijker worden, omdat ze een geschikt moment voor een vijandige overnamepoging zouden kunnen creëren. Waarschijnlijk is het daarom dat de Franse wetgever voor een dergelijke fictie gekozen heeft, alle speculatierisico's ten spijt.

d. Bij splitsing.

Tot voor kort verloor men het dubbel stemrecht en de reeds doorlopen termijn bij een splitsing van een vennootschap, omdat art. 176, al. 2 strikt beperkt werd tot de fusie ⁶⁷. Sedert 5 januari 1988 wordt de splitsing, wat het dubbel stemrecht betreft, gelijkgesteld met de fusie ⁶⁸.

(65) ESCARRA, J., e.a., *o.c.*, 170; HEMARD, J., e.a., *o.c.*, 186; MOREAU, P.A., e.a., *o.c.*, 715.

(66) Art. 176, al. 2; HAMIAUT, *o.c.*, 152; HEMARD, J., e.a., *o.c.*, 183; MOREAU, P.A., e.a., *o.c.*, 715. Het is echter mogelijk dat de statuten van de overgenomen en de overnemende vennootschap bepaalde aspecten van het dubbel stemrecht anders regelen. Aangezien de aandeelhouders van de overgenomen vennootschap hun voorrecht enkel kunnen behouden indien de statuten van de overnemende vennootschap het dubbel stemrecht kennen, zal het volgens mij, dan ook verder door de statutaire regels van de overnemende vennootschap beheerst worden.

(67) HEMARD, J., e.a., *o.c.*, III, 777.

(68) Art. 5 Loi n° 88-17 du 5 janvier 1988 relative aux fusions et aux scissions de sociétés commerciales et modifiant la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, *J.O.F. Lois et Décrets*, 6 janvier 1988, 227.

e. Bij statutenwijziging.

Alhoewel dit niet door de wet is voorzien, kan een buitengewone algemene vergadering uiteraard door een statutenwijziging met de daarvoor voorziene meerderheid het voordeel afschaffen.

Volgens HEMARD is het niet absoluut uitgesloten dat deze beslissing door een speciale vergadering van aandeelhouders met dubbel stemrecht bekrachtigd moet worden ⁶⁹, net zoals voor de beperkingen aan het bestaand dubbel stemrecht (zie *supra*).

f. Bij een kapitaalvermindering.

Door het beginsel van de gelijkheid tussen de aandeelhouders zal het dubbel stemrecht bij een kapitaalvermindering behouden blijven (bevestigd in art. 215, al. 1) ⁷⁰.

III. HET DUBBEL STEMRECHT IN BELGIE.

Op het eerste gezicht valt de invoering van de techniek van het dubbel stemrecht in het Belgische recht te overwegen. Dit en volgend hoofdstuk gaan dieper op deze kwestie in, teneinde deze indruk bevestigd of ontkracht te zien.

Hier onderzoek ik eerst of er, ondanks het verbod van 1934, geen verkapte vormen van dubbel stemrecht in België mogelijk zijn. Vervolgens wordt onderzocht wat de mogelijke problemen bij de invoering van een dergelijke techniek zouden zijn.

A. VERKAPTE VORMEN VAN MEERVOUDIG STEMRECHT.

1. De verschillende vormen van meervoudig stemrecht.

Op het eerste gezicht lijken de derde en vierde alinea van art. 74 Venn.W. het proportionaliteitsbeginsel ten volle te regelen.

a. Door verwaarlozing van gedeelten van stemmen ⁷¹.

Art. 74, al. 4 Venn.W. verwaarloost per aandeel het resterende deel van een stem. Dit kan tot de volgende situatie aanleiding geven.

Een N.V. heeft bijvoorbeeld vier categoriën van aandelen. Categorie A heeft met 1000 fr. per aandeel de kleinste nominale waarde en krijgt één

(69) HEMARD, J., e.a., o.c., 187.

(70) HEMARD spreekt zich echter niet uit over de hypothese van een kapitaalvermindering door vernietiging van aandelen. *Ibid.*, 185.

(71) Dit werd reeds in 1960 door DEMEUR opgemerkt. DEMEUR, P., "Sur le choix d'un critère de puissance votale", R.P.S., 1960-61, nr. 4889, 132.

stem per aandeel. Categorie B heeft een nominale waarde van 2000 fr. per aandeel en als veelvoud van 1000 fr. krijgt het twee stemmen per aandeel. Categorie C met een nominale waarde van 1999 fr. per aandeel is geen veelvoud van A en krijgt dus slechts één stem. Categorie D met een nominale waarde van 2999 fr. per aandeel krijgt, als een naar beneden afgerond veelvoud van A, twee stemmen. Dit is uiteraard een extreem voorbeeld.

b. Door niet volgestorte aandelen.

Art. 74, al. 4 Venn.W. bepaalt dat aandelen van rechtswege recht geven op een aantal stemmen in evenredigheid met het gedeelte van het kapitaal dat zij *vertegenwoordigen*. Er is dus geen evenredigheid tot het *huidig volgestorte deel* van een aandeel ⁷². Art. 52 Venn.W. legt uit waarom dit zo is. De eigenaars van de nog niet volgestorte aandelen hebben de *opeisbare* verbintenis aangegaan om dezelfde inbreng te doen als de reeds volgestorte aandelen. Bij een eventueel faillissement verliezen ze dan ook evenveel als de aandeelhouders van de reeds volgestorte aandelen. Hun stemrecht staat dus in verhouding tot het risico om hun (gedane en toegezegde) inbreng te verliezen.

Een dergelijke redenering gaat tegenwoordig echter wat moeilijker op aangezien steeds minder N.V.'s failliet gaan. ⁷³ Men kan dus van niet volgestorte aandelen op een verdoken manier aandelen met dubbel stemrecht maken door ze nooit te laten volstorten en zo kunnen zij als beschermingsconstructie gebruikt worden.

Deze laatste mogelijkheid tot onevenredig meervoudig stemrecht werd in de Generale-affaire gehanteerd voor de goedkope financiering van het "IJzervlakte-effect" dat door een toegestane kapitaalverhoging buiten voorkeurrecht gecreëerd werd ⁷⁴.

c. Door winstbewijzen zonder stemrecht.

Winstbewijzen zijn risicodragende effecten die niet het in de statuten vastgestelde kapitaal vertegenwoordigen ⁷⁵. In de praktijk dien(d)en ze om de inbreng van immateriële goederen, zoals *goodwill*, te vergoeden ⁷⁶. Dit

(72) Dat niet volgestorte aandelen over een volledig stemrecht beschikken volgt *a contrario* ook uit de uitzonderingsbepaling van art. 74, al. 5 Venn.W.: "Zolang de behoorlijk opgevraagde en opeisbare stortingen niet gedaan zijn, is de uitoefening van het meervoudig stemrecht dat aan de betrokken aandelen toekomt, geschorst."

(73) K.B., "Steeds meer koöperatieve vennootschappen failliet. Kleinhandel krijgt zwaarste klappen.", *Financieel Economische Tijd*, 8 december 1989, 4.

(74) BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1987-88*, 60; CUYPERS, P., *Het Bod op België*, Wommelgem, Den Gulden Engel, 1988, 17.

(75) Art. 41, al. 1, eerste zin en art 75, al. 1 Venn.W.

(76) "Le plus souvent, les statuts n'attribuent pas d'actions de dividendes ou de parts de fondateur aux actionnaires faisant un apport matériel (...) facilement appréciable en argent. On ne crée d'actions de dividendes ou de parts de fondateur que pour rémunérer l'apport

blijkt uit art. 47 Venn.W. De bedoeling van de wetgever was hun vlotte verhandelbaarheid pas toe te staan wanneer de waarde van de ingebrachte (immateriële) activa vaststaat (d.w.z. vanaf de tiende dag na de neerlegging van de tweede jaarrekening na hun uitgifte).

Zoals de Bank Degroof heeft ontdekt, verbiedt de wet echter niet dat ook materiële activa, zoals geld, bij de uitgifte van winstbewijzen ingebracht kunnen worden. Hiervan heeft ze gebruik gemaakt voor de uitgifte van haar participatiecertificaten (C.P.C.'s) ⁷⁷. In tegenstelling tot *kapitaalsaandelen* vertegenwoordigt hun (pecuniaire) inbreng niet het in de statuten vastgestelde kapitaal (Art. 75, al. 1 Venn.W.) ⁷⁸.

Theoretisch staat niets een identieke behandeling van winstbewijzen en kapitaalsaandelen in de weg, ook wat betreft de toekenning van het stemrecht ⁷⁹. Art. 75, al. 2 Venn.W. maakt het mogelijk om statutair aan elk winstbewijs één stem toe te kennen.

Er zijn echter twee bij wet verplichte verschillen tussen kapitaalsaandelen en winstbewijzen. Ten eerste worden hun inbrengen verschillend geboekt (*supra*). Ten tweede wordt het stemrecht verbonden aan de winstbewijzen beknot, indien zij méér dan een derde van alle uit te brengen stemmen vertegenwoordigen, of indien zij méér dan twee derden van alle uitgebrachte stemmen vertegenwoordigen. In beide gevallen wordt hun stemrecht tot respectievelijk een derde van alle uit te brengen stemmen en twee derden van alle uitgebrachte stemmen herleid ⁸⁰.

Om tot een meervoudig stemrecht te komen zou het volstaan om 1.250 effecten van 1.000 BF. als kapitaalsaandelen uit te geven ⁸¹ en alle overige (voor de rest identieke) effecten als winstbewijzen te bestempelen. Door de werking van art. 75, al. 2 en 3 Venn.W. hebben de 1.250 kapitaalsaandelen minstens een derde van alle uitgebrachte stemmen ⁸². Voor de rest moet er alleen zorg voor gedragen worden dat die 1.250 kapitaalsaandelen zich in de gewenste handen bevinden.

des choses immatérielles dont l'évaluation en argent est extrêmement difficile (...) Or ils représentent un apport d'industrie puisque la société en profite et qu'ils vont lui permettre de réaliser des bénéfices dont tous les associés auront une part." RESTEAU, C., BENOIT-MOURY, A., en GREGOIRE, A., *Traité des Sociétés Anonymes*, II, Brussel, Swinnen, 1982, nr. 1152, 352.

(77) F.M., "N.I.M. lanceert "participatiecertificaat", (overweegt beursintroductie van aandelen zonder stemrecht)", *Financieel Economische Tijd*, 20 januari 1990, 5.

(78) In de praktijk van de C.P.C.'s worden die inbrengen onder de reservepost "onbeschikbare uitgiftepremies" geboekt.

(79) De C.P.C.'s van de Bank Degroof krijgen geen stemrecht toegekend, want het zijn eigenlijk bevoorrechte aandelen zonder stemrecht.

(80) Art 75, al. 2 Venn.W. Indien hun stemmen in een verschillende zin uitgebracht worden, dan voorziet art. 75, al. 3 Venn.W. in een proportionele vermindering.

(81) Aldus zou aan de minimumkapitaalvereisten van art. 29 § 1 Venn.W. voldaan worden.

(82) Het stemrecht van de winstbewijzen kan niet beperkt worden bij de wijziging van specifieke rechten van een bepaalde categorie van effecten of bij de vervanging van een bepaalde categorie van effecten. Art. 71 Venn.W.

In de praktijk zullen dergelijke extreme verhoudingen echter niet vlug voorkomen.

2. Het K.B. van 1934 heeft dus wel het direct meervoudig stemrecht, maar niet het indirect meervoudig stemrecht afgeschaft.

Het was nochtans de uitdrukkelijke bedoeling van de toenmalige wetgever om aan elk van de aandeelhouders een stemgewicht te geven dat *exact* evenredig is met de pecuniaire belangen die hij in de onderneming heeft genomen ⁸³, want juist door de flagrante schending van de band tussen invloed en risico vonden immers voor 1934 talloze misbruiken plaats.

Het gevolg is echter dat bij de mogelijkheden naar Belgisch recht om tot een indirect meervoudig stemrecht te komen, een objectief toewijzingscriterium ontbreekt. Het Franse aandeel met dubbel stemrecht is *verfijnder*, dankzij haar objectief criterium om de trouwe van de ontrouwe aandeelhouder te onderscheiden en enkel aan de eerste een dubbel stemrecht toe te kennen.

3. Het indirect meervoudig stemrecht kan in de huidige stand van het recht door invoering van drie maatregelen verhinderd worden.

Ten eerste zou men gedeelten van een stem *niet per aandeel* mogen verwaarlozen, maar *pas na de optelsom* van alle stemrechten van alle aandelen van één aandeelhouder. In Nederland hanteert men deze laatste berekeningsmethode ⁸⁴.

Ten tweede zou het stemgewicht volledig evenredig moeten zijn met *de reeds gestorte inbreng* en niet met de toegezegde inbreng van een aandeel. Het stemrecht van niet volgestorte aandelen zou dan variëren van 0,25 (een vierde is de wettelijke minimum volstorting voorzien door art. 29, § 1 Venn.W.) tot 0,99 ⁸⁵.

(83) VAN RYN, J., "La réglementation du droit de vote attaché aux titres émis par les sociétés anonymes et la loi du 10 novembre 1953", R.P.S., 1957-58, nr. 4742, 70.

(84) "Bij verdeling van het kapitaal in aandelen waarvan het kleinste f200 beloopt, geeft een aandeel van f200 één stem, een aandeel van f300 één stem, doch geven twee aandelen van f300 drie stemmen. De berekening geschiedt, bij bezit van meerdere aandelen in één hand, niet over elk aandeel afzonderlijk, doch over het gezamenlijk bezit van de aandeelhouder. De evenredigheid wordt toegepast op de *stemmende totalen*, d.w.z. op het totaalbedrag aan aandelen, waarvoor de aandeelhouder deelneemt aan de stemming." VAN DER HEIJDEN, E. en VAN DER GRINTEN, W., *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Tjeenk, Zwolle, 1989, nr. 215.

(85) Indien men de niet volgestorte aandelen toch een volledig stemrecht wil verlenen en tegelijk misbruiken wil voorkomen, dan is de enige oplossing het instellen van een korte volstortingstermijn, bijvoorbeeld één tot maximum twee jaar. Er rest dan echter de mogelijkheid dat er op die manier voor de vennootschappen een probleem van overfinanciering kan ontstaan. Zie hierover RESTEAU, C., BENOIT-MOURY, A. en GREGOIRE, A., o.c., 68.

Ten derde zou er in de wet bepaald kunnen worden dat een inbreng voor winstbewijzen enkel uit immateriële activa kan bestaan.

Hiermee zou de bedoeling van de wetgever in 1934 volledig verwezenlijkt worden. Elke aandeelhouder kan dan *evenveel invloed* op de onderneming uitoefenen *als hij aan zijn inbreng kan verliezen*.

B. MOGELIJKE PROBLEMEN BIJ DE INVOERING VAN HET DUBBEL STEMRECHT IN HET BELGISCHE RECHT.

1. Kan een aandeelhouder zijn aandelen vervroegd volstorten en dubbel stemrecht krijgen?

a. De statuten staan het vervroegd volstorten van de aandelen niet toe.

In dat geval, zo oordeelt RESTEAU, kunnen de aandeelhouders niet zelf het initiatief tot vervroegde volstorting nemen ⁸⁶. Hiervoor steunt hij op art. 1187 B.W.: normaal kan de schuldeiser verplicht worden om een niet opvorderbare schuld te ontvangen, tenzij uit een bepaling of uit de omstandigheden blijkt dat de termijn niet louter in het voordeel van de schuldenaar bedongen werd.

Volgens RESTEAU blijkt uit de natuur van het vennootschapscontract en uit de omstandigheden, dat de termijn vooral in het voordeel van de vennootschap werd bedongen.

Het is dan ook aan de vennootschap om te oordelen wanneer de toegezegde inbrengen verwezenlijkt moeten worden. Zo heeft ze niet de last en de risico's van het beheer van de kapitalen die ze op dat ogenblik toch niet nodig heeft om haar doel te verwezelijken ⁸⁷.

b. De statuten staan een vervroegde volstorting wel toe.

Een vervroegde volstorting kan leiden tot een situatie waarin drie verschillende categorieën van aandelen naast elkaar bestaan: aandelen waarvoor enkel de verplichte storting gedaan werd, aandelen waarvoor meer dan de verplichte storting gedaan werd, maar die nog niet volledig volgestort werden, en aandelen die al dan niet vervroegd, volledig volgestort werden ⁸⁸. Het hangt van de omstandigheden af wat de aard van de vervroegde stortingen is. Het kan gaan om een lening van de aandeelhouders aan de vennootschap of om de vervroegde uitvoering van hun inbreng. Daarom moet in de statuten naar de bedoeling van de partijen gezocht worden ⁸⁹. Indien

(86) *Ibid.*, 68.

(87) Aangezien het belang van de aandeelhouders nauw verbonden is met dat van de vennootschap, zou de verplichting die sommen te ontvangen bovendien onrechtstreeks aan de aandeelhouders zelf schade berokkenen.

(88) RESTEAU, C., BENOIT-MOURY, A. en GREGOIRE, A., *o.c.*, 68.

(89) *Ibid.*, 68-77.

de storting als een vervroegde uitvoering van hun inbreng gekwalificeerd wordt, dan kunnen de vervroegd volgestorte aandelen het dubbel stemrecht verkrijgen, mits zij aan de overige voorwaarden voldoen.

Een dergelijke vervroegde inbreng die door de statuten werd toegelaten kan ofwel zonder verdere toestemming gebeuren, ofwel door de statuten onderworpen worden aan de toestemming van de raad van bestuur die dan rekening zal moeten houden met het belang van de vennootschap ⁹⁰.

2. Het dubbel stemrecht en art. 76 Venn.W.

Zonder aanpassing van onze wetgeving bij het invoeren van het dubbel stemrecht, zou ons recht in tegenstelling tot het Franse recht een wettelijke beperking van het dubbel stemrecht kennen, met name art. 76 Venn.W. Daarin wordt bepaald dat niemand aan de stemming kan deelnemen voor meer dan een vijfde van het aantal stemmen verbonden aan de effecten in hun geheel of voor meer dan twee vijfden van het aantal stemmen verbonden aan de effecten die op de vergadering vertegenwoordigd zijn ⁹¹.

Deze bepaling zou tot gevolg hebben dat de techniek van het dubbel stemrecht grotendeels haar effect verliest.

Er zijn reeds plannen geweest om art. 76 Venn.W. af te schaffen ⁹². Dan zou het probleem opgelost zijn. Het is echter ook mogelijk om van art. 76 Venn.W. een facultatieve statutaire optie te maken ⁹³.

Bij een (verplichte of facultatieve) toepassing van art. 76 Venn.W. zou men ook kunnen bepalen dat eerst alleen het enkelvoudig stemrecht in aanmerking wordt genomen om uit te maken of de beperkingen niet overschreden worden, om dan vervolgens, voor het deel dat de beperkingen niet overschrijdt, het dubbel stemrecht te laten spelen.

3. De afschaffing, of de beperking van het (bestaand) dubbel stemrecht door de buitengewone algemene vergadering.

Indien de aandelen met dubbel stemrecht een afzonderlijke categorie van aandelen vormen, dan moet elke categorie afzonderlijk aan de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten van art. 70, al. 3, 4 en 5 Venn.W. voldoen om het dubbel stemrecht te kunnen afschaffen.

(90) *Ibid.*, 68.

(91) Deze bepaling moet voorkomen dat "een groot aandeelhouder op zichzelf de feitelijke algemene vergadering wordt". Zie RESTEAU, C., *o.c.*, 288.

(92) RESTEAU, C., BENOIT-MOURY, A. en GEGOIRE, A., *o.c.*, nr. 1178, 375.

(93) Deze techniek werd reeds toegepast bij de soortgelijke Nederlandse stemrechtbeperking, nl. het volstrekt beperkt stemrecht. VAN DER HEIJDEN, E., *e.a.*, *o.c.*, nr. 217, 396.

Indien dit niet het geval is, moeten ze slechts gezamenlijk aan de voorwaarden van art. 70 Venn.W. voldoen ⁹⁴.

Het is dus van essentieel belang om te weten of de aandelen met dubbel stemrecht al dan niet een afzonderlijke categorie van aandelen vormen.

Volgens GEENS vormen aandelen met dubbel stemrecht geen afzonderlijke categorie van aandelen, maar zijn zij bestaande aandelen die onder zekere voorwaarden, die voor elke aandeelhouder gelden, een dubbel stemrecht krijgen ⁹⁵. Of de afschaffing van het dubbel stemrecht dan effectief vlot zal verlopen, hangt af van de machtsverhoudingen tussen de aandelen met en zonder dubbel stemrecht, want het dubbel stemrecht kan uitgeoefend worden in de stemming over de beslissing over de eventuele afschaffing ervan (zoals hoger uiteengezet kunnen de statuten het dubbel stemrecht voor deze beslissing uitsluiten).

Indien men de aandelen met dubbel stemrecht toch als een afzonderlijke categorie zou willen beschouwen, dan kan het nog voorkomen dat er maar één categorie van aandelen bestaat, namelijk wanneer, extreem gesteld, alle resp. geen aandelen aan de voorwaarden voor het verkrijgen van het dubbel stemrecht voldoen.

4. Het dubbel stemrecht en de Transparantiewet ⁹⁶.

De Transparantiewet voorziet in een meldingsplicht in vier wettelijke gevallen waarbij stembrempels als meldingscriteria worden gebruikt.

Bij invoering van het dubbel stemrecht, zonder dat de Transparantiewet zou worden gewijzigd, zou er een *feitelijke verhoging* van de stembrempels plaatsvinden, terwijl art. 5 Transparantiewet wel een verlaging, maar geen verhoging van de stembrempels toelaat. Doordat het dubbel stemrecht mee telt, verhoogt het totaal aantal stemmen, waardoor voor dezelfde procenten heel wat meer aandelen met enkelvoudig stemrecht nodig zijn, zodat aandeelhouders aan de meldingsplicht zouden kunnen ontsnappen.

Daarom zouden de stembrempels enkel voor het enkelvoudig stemrecht moeten gelden. Trouwens, er is geen Transparantiewet nodig bij aandelen met dubbel stemrecht aangezien ze hoe dan ook bij de onderneming gekend zijn. Dit geldt zowel voor aandelen op naam als aan toonder.

(94) Voor een uitgebreide bespreking van categorieën van aandelen en verworven rechten, zie GEENS, K., "De jurisprudentiële bescherming van de minderheidsaandeelhouders tegen de door de meerderheid opgezette beschermingsconstructies", *T.P.R.*, 1989, 77-89.

(95) *Ibid.*, 87.

(96) Transparantiewet 2 maart 1989 en K.B. 10 mei 1989, *B.S.*, 24 mei 1989. Zie KEUTGEN, G., en DAL, G.-A., "La transparence de l'actionariat", *J.T.*, 1989, 449-457; MEULEMANS, D., "De invoering van een wettelijke regeling inzake transparantie en openbare overname aanbiedingen", *T.R.V.*, 1989, 239-272 en "Kroniek financiële wetgeving 1988-1989", *Jura Falc.*, 1989-90, elders in dit nummer.

IV. BESPREKING VAN DE SPECIFIEKE ASPECTEN VAN DE TECH- NIEK VAN HET DUBBEL STEMRECHT.

Er moet niet alleen gekeken worden naar de mogelijke problemen die de invoering van het dubbel stemrecht in het Belgische vennootschapsrecht zouden meebrengen, er moet ook worden onderzocht of dit wel wenselijk is. Dit zal nu nagegaan worden door de specifieke kenmerken van het dubbel stemrecht te ontleden. Elke conclusie is natuurlijk strikt persoonlijk.

A. DE AARD VAN HET DUBBEL STEMRECHT.

Tegenwoordig aanvaarden vele Belgische auteurs de stelling van COPPENS dat het (enkelvoudig) ⁹⁷ stemrecht zowel ter vrijwaring van de eigen vermogensbelangen dient als een functionele bevoegdheid heeft ⁹⁸.

Geldt dit ook bij het verlenen van een tweede stem, of heeft deze enkel een functionele bevoegdheid? De reeds aangehaalde Franse rechtsleer spreekt zich over dit probleem niet uit.

In Nederland rijst een gelijkaardige vraag bij de prioriteitsaandelen. Dit zijn aandelen waaraan door de statuten welomschreven "extra-machtsrechten" (= prioriteitsrechten) toegekend worden ⁹⁹. CREMERS stelt dat prioriteitsaandelen een inbreuk op het gelijkheidsbeginsel uitmaken die enkel kan gerechtvaardigd worden in zoverre de aanwending van deze prioriteitsrechten tot het belang van de vennootschap strekt ¹⁰⁰. Hieruit kan men afleiden dat ze een louter functionele bevoegdheid hebben.

Deze mening wordt echter niet door LÖWENSTEIN en BRENNINKMEIJER gedeeld. LÖWENSTEIN ziet de creatie van prioriteitsaandelen als een juridische resultante van een machtsstrijd die door de ondernemingsleiding op de verspreide aandeelhouders behaald wordt ¹⁰¹. BRENNINKMEIJER beschouwt de bestaande prioriteitsaandelen als een creatie in het voordeel van de aandeelhouders, want hij wil de stemovereenkomsten tussen prioriteitsaandelen rechtvaardigen ¹⁰².

Persoonlijk ben ik het met LÖWENSTEIN eens in zoverre hij de creatie van prioriteitsrechten als een gevolg van een machtsstrijd beschouwt, maar

(97) Eigen inlassing.

(98) COPPENS, P., *L'abus de majorité dans les sociétés anonymes*, 1947, nr. 56, 83; GEENS, K., "De jurisprudentiële bescherming...", *l.c.*, 43 en de daar aangehaalde auteurs.

(99) Die extra-machtsrechten omvatten echter geen extra stemrecht.

(100) Hieruit volgt dat prioriteitsaandelen niet omwille van hun prioriteitsrechten hoger gewaardeerd of verkocht zouden mogen worden. In de praktijk wordt voor prioriteitsaandelen nochtans vaak een extra premie betaald. CREMERS, J., *Prioriteitsaandelen*, in *Vennootschaps- en rechtspersonenrecht*, VAN DER GRINTEN, W. en MAEIJER, J. (ed.), Deventer, Kluwer, 1971, 93-98.

(101) LÖWENSTEIN, F., "Het bestuur van de N.V. en het toezicht op het bestuur", in *Rechtspersonen*, III, Deventer, Kluwer, losbl., 133-5.

(102) BRENNINKMEIJER, A., *Stemovereenkomsten van aandeelhouders*, in *Vennootschaps- en rechtspersonenrecht*, VAN DER GRINTEN, W. en MAEIJER, J. (ed.), Deventer, Kluwer, 1973, 127.

dit spreekt volgens mij CREMERS' stelling niet tegen dat de prioriteitsrechten enkel in het belang van de vennootschap uitgeoefend kunnen worden.

De vraag rijst dus of een tweede stem per aandeel een inbreuk op het gelijkheidsbeginsel uitmaakt. Indien dit zo is, dan is er de vraag of die enkel gerechtvaardigd kan worden als ze louter in het belang van de vennootschap is ¹⁰³.

De aangehaalde Franse rechtsleer beschouwt het dubbel stemrecht als een techniek tot verfijning van de gelijkheid tussen stabiele en tijdelijke aandeelhouders (*supra*). Hierna zal onderzocht worden of dit in de toepassing van de Franse wet ook werkelijk zo is.

B. HET DUBBEL STEMRECHT TER VERFIJNING VAN DE GELIJKHEID TUSSEN AANDEELHOUDERS?

1. Het dubbel stemrecht, het gelijkheidsbeginsel en niet-E.G.-aandeelhouders.

De getrouwheidsstage is een objectief criterium om uit te maken welke aandeelhouders trouw zijn aan de vennootschap en welke niet. Dit criterium heeft wat betreft niet-E.G.-aandeelhouders, die niet noodzakelijk minder trouw zijn dan de E.G.-aandeelhouders, de plaats moeten ruimen voor een subjectief criterium, nl. de beslissing van de meerderheid op de buitengewone algemene vergadering of niet-E.G.-aandeelhouders ook trouw kunnen zijn...

Wat niet-E.G.-aandeelhouders betreft, geldt dus nog steeds de situatie van voor 1933.

2. Het dubbel stemrecht, het gelijkheidsbeginsel en E.G.-aandeelhouders.

Voor E.G.-aandeelhouders geldt een objectief toewijzingscriterium. Zij moeten de volgestorte aandelen gedurende twee jaar ononderbroken op hun naam houden.

We toonden reeds aan dat de aandelen niet absoluut noodzakelijk op naam moeten staan om de trouw van een aandeelhouder te kunnen nagaan.

ESCARRA vermoedt dat de Franse wetgever van de gelegenheid gebruik heeft willen maken om de verspreiding van aandelen op naam te begunstigen ¹⁰⁴, waarschijnlijk omdat aandelen op naam de fiscus grotere controlemogelijkheden bieden.

(103) GEENS waarschuwt ons echter dat de uitoefening van het stemrecht in de één of de andere zin een subjectieve aangelegenheid blijft die uiteraard een zekere beleidsmargin vergt, zodat de toetsingsbevoegdheid van de rechter steeds marginaal zal zijn. GEENS, K., "De jurisprudentiële bescherming...", *l.c.*, 41.

(104) ESCARRA, J., e.a., *o.c.*, 159.

Juist omwille van de geringere controlemogelijkheden bij aandelen aan toonder genieten deze laatste de voorkeur van sommige aandeelhouders ¹⁰⁵.

Mede door de voorwaarde dat het aandeel op naam moet zijn, komt het dubbel stemrecht in de praktijk vooral aan de grote aandeelhouders ten goede en laat de kleine particuliere aandeelhouder zich eigenlijk uit vrije wil discrimineren.

3. Het dubbel stemrecht : niet voor alle (trouwe) aandeelhouders.

De niet-E.G.-aandeelhouder heeft geen keuze. Of hij het dubbel stemrecht kan verkrijgen, hangt van de statuten af.

De E.G.-aandeelhouder heeft de keuze tussen het dubbel stemrecht verwerven en zich aan de controlemogelijkheden van de fiscus onttrekken. Heel wat kleine particuliere aandeelhouders zullen voor het laatste alternatief kiezen.

Het dubbel stemrecht is niet zozeer een *getrouwheids*premie. Omwille van de hierboven vermelde expliciete en impliciete discriminaties komt het immers niet noodzakelijk aan elke trouwe aandeelhouder toe.

Het dubbel stemrecht is eerder een premie voor (meestal E.G.-) aandeelhouders die zich openlijk met de onderneming willen verbinden.

Aangezien niet elke aandeelhouder op naam die geen dubbel stemrecht heeft, ontrouw is, moet er nu nagegaan worden wat onder trouw van een aandeelhouder dient te worden verstaan.

C. DE "TROUW" VAN DE VERSCHILLENDE SOORTEN AANDEELHOUDERS.

De stelling van de Franse rechtsleer dat de kleine particuliere aandeelhouder *fundamenteel ontrouw* is, moet door de praktijk genuanceerd worden ¹⁰⁶.

(105) "Op fiscaal gebied zal men minder graag afrekenen met de feitelijke nadelen die verbonden zijn aan het nominatief karakter van de aandelen. In principe is er natuurlijk geen onderscheiden fiscale behandeling van aandelen aan toonder en aandelen op naam. Maar de aandeelhouder op naam is gekend door de fiscus, de aandeelhouder aan toonder niet noodzakelijk. Voor minder "civiek" denkende Belgen kan dat een verschil maken, nl. met betrekking tot de compenserende met de inkomstenbelasting gelijkgestelde heffing op roerende inkomsten (art. 42 Wet van 28 december 1983, gewijzigd bij art. 38 Wet van 7 december 1988) en de successierechten." GEENS, K., "Vooronderstelt...", *l.c.*, 414. Het is een publiek geheim dat de meeste kleine Belgische spaarders tot deze minder "civiek" denkende Belgen behoren. Zij staan internationaal als "The Belgian dentist" bekend. De Franse kleine beleggers gedragen zich waarschijnlijk niet wezenlijk anders.

(106) Zie bijvoorbeeld het onderzoek van de CHESHAM RESEARCH UNIT, *Attitudes of private shareholders to mergers and acquisitions*, in *Chesham occasional paper*, V, Londen, Chesham amalgamations and investments, 1971, 3. Heel wat aandelen worden bij schenking of legaat ontvangen en opgeborgen. De kleine particuliere aandeelhouder

In de Generale-story ¹⁰⁷ is gebleken dat het niet alleen de kleine aandeelhouders zijn die ontrouw durven zijn. Bijna alle aandeelhouders hebben toen hun aandelen verkocht. De ene aandeelhouder verkocht enkel wat later dan de andere, of, juist, aan een hogere prijs. *Elke aandeelhouderstrouw heeft dus blijkbaar zijn prijs.*

De prijs waaraan een aandeelhouder bereid is te verkopen, wordt naast economische en psychologische aspecten medebepaald door *de zeggenschap* die hij in die onderneming kan of denkt te kunnen uitoefenen. Trouw is dus een relatief begrip.

De kleine particuliere aandeelhouder met zijn *de facto* onbestaande macht kent bijgevolg de laagste prijs voor zijn trouw. Omdat hij, zelfs met een dubbel stemrecht, toch geen effectieve invloed op de besluitvorming kan hebben, zal hij vlugger voor de fiscale anonimiteit dan voor het dubbel stemrecht kiezen. Zelfs indien dit fiscale aspect niet zou meespelen, dan zou hij omwille van zijn nog steeds kleine zeggenschap nog niet vaak voor het dubbel stemrecht kiezen. Het dubbel stemrecht dient dus niet om hem te "fideliseren".

Hoe groter een aandeelhouder is, hoe meer macht hij heeft en hoe meer reden hij heeft om trouw te zijn. Door de macht van die grote, "trouwe" aandeelhouder met een dubbel stemrecht te versterken, verhoogt men zijn trouw, want de prijs voor het opgeven ervan zal nog hoger liggen. De grote aandeelhouders worden dus door het dubbel stemrecht wel meer "gefideliseerd".

Door de macht van de grote aandeelhouders te verstevigen, verzwakt men echter opnieuw de zeggenschap (en bijgevolg ook de trouw) van de kleine aandeelhouders.

Doordat de grote aandeelhouders meestal de regerende aandeelhouders zijn, staat een versteviging van hun macht gelijk aan een bescherming van hun regerende positie.

Het dubbel stemrecht is dus op de eerste plaats een beschermingsconstructie.

blijkt niet zozeer een speculant te zijn, maar eerder iemand die zijn vermogen veiligheidshalve op verscheidene wijzen belegt. Hij heeft vaak de indruk dat de biedende onderneming beter geleid wordt dan deze waarin hij aandelen heeft. Een dergelijk bod vindt hij zowel voor zichzelf, als voor de onderneming en voor zijn land een goede zaak. Hij is minder vlug geneigd om zijn aandelen aan de bieder te verkopen indien aangetoond wordt dat de overname eerder nadelige gevolgen zou hebben.

Natuurlijk is deze studie niet meer *up to date*. Gedurende de laatste jaren hebben verschillende Europese regeringen het beleggen in aandelen sterk aangemoedigd en hebben spectaculaire overnamegevechten plaatsgevonden. Nu weet ook de kleine belegger maar al te goed dat het aandeel niet alleen een deel van het vermogen van de onderneming vertegenwoordigt, maar dat het (omwille van zijn stemrecht) ook een overnamewaarde heeft.

(107) Voor een uitvoerig feitenrelaas van deze zaak: zie BANKCOMMISSIE, *o.c.*, 57-87; CUYPERS, P., *o.c.*, 173 p.; BENOIT-MOURY, A., "Cérus - de Benedetti contre la Société Générale de Belgique", *J. T.*, 1988, 217-238.

D. HET DUBBEL STEMRECHT ALS MACHTSVERSTEVIGINGSPREMIË.

1. Het dubbel stemrecht is nog steeds getekend door zijn voorganger, het meervoudig stemrecht.

Het aandeel met dubbel stemrecht is immers een verzachting en een residu van het aandeel met meervoudig stemrecht.

Een verzachting, want het bevat niet de mogelijkheden tot misbruik, dankzij het objectief toewijzingscriterium en een beperking van het stemrecht tot het dubbele. De *intuitus personae* die vroeger in de vennootschap door de aandelen met meervoudig stemrecht arbitrair werd ingebracht, kan nu in zekere mate door de aandeelhouders zelf verwezenlijkt worden ¹⁰⁸.

Het is een residu, want het doel blijft behouden, nl. de versteviging en de bescherming van de machtsposities van bepaalde trouwe aandeelhouders tegen de ontrouwe kleine aandeelhouders die enkel oog zouden hebben voor het pecuniaire aspect van hun aandelen.

De manifeste functie van het dubbel stemrecht (de poging om de aandeelhouders die zich niet zozeer in de vennootschap interesseren, wat meer *affectio societatis* aan te kweken) wordt dus overschaduwed door zijn latente functie van beschermingsconstructie ¹⁰⁹. Deze latente functie werd echter wel in een democratisch kleedje gestoken.

2. De aard van het dubbel stemrecht.

Het dubbel stemrecht is een afzwakking in de plaats van een verfijning van de gelijkheid tussen de (trouwe) aandeelhouders en bovendien kunnen niet alle trouwe aandeelhouders het verkrijgen.

Kan deze inbreuk op de gelijkheid tussen de aandeelhouders dan gerechtvaardigd worden doordat ze het belang van de vennootschap dient? Met andere woorden, is een machtsversteviging van de regerende aandeelhouders in het belang van de vennootschap?

Indien dit zo is, dan moet die tweede stem in het belang van de vennootschap uitgeoefend worden en heeft ze dus een functionele bevoegdheid.

Indien die tweede stem enkel ter versteviging van de macht van haar titularissen dient, dan moet ze, zoals het enkelvoudig stemrecht (*supra*) aan het beleid van de vennootschap meewerken. In die hypothese is ze bijgevolg van dezelfde aard als het enkelvoudig stemrecht.

In de volgende twee punten zal nagegaan worden of het dubbel stemrecht *überhaupt* een praktische machtsverstevigingstechniek is en of het in die optiek uitsluitend tot machtsversteviging dient.

(108) ESCARRA, J., e.a., o.c., 159 en 165.

(109) Of dit de bedoeling van de Franse wetgever was, laat ik in het midden.

3. Het dubbel stemrecht als een onpraktische beschermingsconstructie.

Voor de controlerende aandeelhouders kan het verlies van het dubbel stemrecht bij eigendomsoverdracht *hinderlijk* zijn, bijvoorbeeld wanneer zij aan elkaar aandelen verkopen, of een deel van hun aandelen aan een nieuwe partner overdragen, vooral wanneer er een minderheidsblok bestaat dat met zijn dubbel stemrecht een statutenwijziging kan blokkeren. In dat geval zou het dubbel stemrecht, ter herstelling van de oude machtsverhoudingen, niet kunnen afgeschaft worden (met de bedoeling om het binnen twee jaar opnieuw in te voeren).

Voor de meerderheidsaandeelhouders wordt het problematisch indien zij daardoor hun meerderheid verliezen. Moest dit het geval zijn, dan willen ze zeker geen deel van hun aandelen verkopen en komen ze dus in een patstelling terecht.

Misschien kan men bij een dergelijke weigering tot statutenwijziging van een misbruik van minderheid gewagen, zeker indien men het dubbel stemrecht uitsluitend in het belang van de vennootschap ziet ¹¹⁰.

4. Het dubbel stemrecht als (vijandelijke) overnametechniek i.p.v. als beschermingsconstructie.

a. Door het aanhouden van de volgestorte aandelen op naam gedurende twee jaar.

Dit gevaar kan de vennootschap echter zien aankomen omdat die aandelen twee jaar openlijk aangehouden moeten worden ¹¹¹.

b. Door de overname van een rechtspersoon.

Dit is een meer sluiske wijze. Indien de rechtspersoon A bijvoorbeeld reeds aandelen met dubbel stemrecht in een vennootschap B heeft en zij door een derde vennootschap C wordt overgenomen, dan blijft het dubbel stemrecht behouden. A is immers dezelfde aandeelhouder gebleven, ook al is de controle over haar in andere handen gevallen.

Die controle over A kan veranderen door een eenvoudige machtsverschuiving binnen de bestaande aandeelhouderskring van A, of door een vriendschappelijke of vijandige overname. Bij een vriendschappelijke overname kan het zijn dat A enkel nog de aandelen met dubbel stemrecht in

(110) Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn indien het slecht met de onderneming gaat en men dringend de nodige know-how, investeringen e.d. wil binnenhalen en de geschikte partner in ruil daarvoor een belangrijk aandeelhouder wil worden.

(111) Tijdens de discussie in het Franse parlement van 1964 tot 1966 over het dubbel stemrecht werd reeds geargumenteed over haar mogelijke boemerangeffect. Een Franse onderneming zou juist door het dubbel stemrecht onder vijandige (vreemde) controle kunnen vallen, zeker met het toen voorgestelde drie- en vijfvoudig stemrecht. Zie HEMARD, J., e.a., o.c., 176.

haar actief over houdt, omdat alle andere activa er reeds uitgehaald werden (bij een herstructurering bijvoorbeeld) of omdat A die aandelen, omwille van hun dubbel stemrecht, enkel aanhield met de bedoeling om overgenomen te worden. A is dan een soort van "parkeervenootschap", wiens aandeelhouders door middel van het dubbel stemrecht een meerwaarde willen opstrijken. Het dubbel stemrecht heeft immers *een marktwaarde* indien het bij een overname niet verloren gaat (wat *in casu* het geval is).

Wanneer men aanvaardt dat niet alleen natuurlijke personen maar ook rechtspersonen dubbel stemrecht kunnen verkrijgen, dan moet men in het oog houden dat de macht over die rechtspersoon kan veranderen. Ook nog trouw van de aandeelhouders van de trouwe vennootschap vragen, is moeilijk haalbaar. Indien men het dubbel stemrecht wil invoeren, dan moet men ook de risico's van deze techniek aanvaarden.

5. Mag het dubbel stemrecht, zoals in bovenstaand geval, wel een overnamewaarde hebben ?

Zelfs indien men van oordeel is dat een machtsversteving van de regerende aandeelhouders in het belang van de vennootschap is, dan moet men nog erkennen dat het dubbel stemrecht tevens in het eigen belang van die aandeelhouders is. Het verstevt immers hun macht en zij mogen dus ook de voordelen van een extra-meerwaarde zoals hierboven beschreven werd, opstrijken.

V. DE ROL VAN DE "ONTROUWE" AANDEELHOUDERS.

A. PROBLEEMSTELLING.

De analyse van de techniek van het dubbel stemrecht heeft ons naar een relativering van de "trouw" van een aandeelhouder geleid.

Het dubbel stemrecht dient niet alleen om "trouwe" aandeelhouders te belonen, maar ook om de negatieve gevolgen van de ontrouw van kleine aandeelhouders te neutraliseren.

Hierna zal gepoogd worden om de negativiteit van de ontrouw van een aandeelhouder te relativieren door aan te tonen dat die "ontrouw" ook een zekere functie in een moderne, beursgenoteerde vennootschap kan hebben, waardoor elke neutralisatie van die "ontrouw", zoals het meervoudig of dubbel stemrecht, ook negatieve gevolgen kan hebben.

Aangezien het onmogelijk is om aan de ontrouw van een aandeelhouder in het kader van dit artikel een uitvoerige bespreking te wijden, wil deze poging dan ook enkel een aanloop tot een ruimere discussie vormen.

Hierbij wordt volledig abstractie gemaakt van het dubbel stemrecht.

Alvorens dit te onderzoeken, zal eerst nagegaan worden wat de specifieke rol van de andere aandeelhouders is.

B. DE SPECIFIEKE ROL VAN DE MEERDERHEID EN DE MINDERHEID IN EEN N.V.

1. Begripsverduidelijking.

De meerderheid die op de algemene vergadering haar wil oplegt, is niet noodzakelijk de absolute meerderheid van het kapitaal, want volgens SCHMIDT staat de vertegenwoordiging op de algemene vergadering in een omgekeerde verhouding tot het aantal aandeelhouders ¹¹².

De minderheid zijn de aandeelhouders die op de algemene vergadering aanwezig of vertegenwoordigd waren en die hun stem niet aan de door de meerderheid aangenomen beslissing verleend hebben, maar er wel door gebonden zijn ¹¹³.

De aandeelhouders-beleggers ("*actionnaires-bailleurs de fonds*") zijn net zoals de minderheid door de beslissingen van de meerderheid gebonden, maar zij waren niet aanwezig of vertegenwoordigd op de algemene vergadering ¹¹⁴. Het kan zijn dat zij de meerderheid van het kapitaal vormen.

2. Oorzaak van dit onderscheid tussen minderheid en aandeelhouders-beleggers.

SCHMIDT wijt dit aan een verschil in psychologische ingesteldheid. De minderheid heeft een deelname ("*participation*") in de vennootschap en probeert om de controle te verwerven of minstens zijn stem in het beleid te laten horen. De aandeelhouders-beleggers hebben slechts een belegging ("*placement*") en beschouwen zich als schuldeisers van de vennootschap. Zij zoeken de beste opbrengst voor hun kapitaal en durven dus op elk moment de aandelen in hun bezit te verkopen voor een beter renderende belegging ¹¹⁵.

3. De functies van de verschillende categorieën van aandeelhouders.

De meerderheid heeft als taak om het beleid te bepalen waarbij ze ook het lot van de aandelen van de minderheid en de aandeelhouders-beleggers regelt ¹¹⁶.

De minderheid maakt volgens SCHMIDT zowel deel uit van het besturende als van het bestuurde kapitaal en heeft functionele rechten om door samenwerking met de meerderheid tegelijk aan het beleid deel te nemen en het te controleren in het belang van alle aandeelhouders. *Alleen zij is in staat*

(112) "L'absolutisme du groupe va de pair, en s'affirmant, avec la dissémination des titres aux porteurs". SCHMIDT, D., *o.c.*, 3-4 en 13.

(113) *Ibid.*, 5-7.

(114) *Ibid.*, 7.

(115) *Ibid.*, 7-8.

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

om de (beperkte) meerderheid tot respect voor de (grote) massa van niet-meerderheidsaandeelhouders te dwingen ¹¹⁷.

De aandeelhouders-beleggers verschijnen weliswaar meestal niet op de algemene vergadering, maar dit betekent nog niet dat ze geen specifieke functie hebben.

C. DE ROL VAN DE "ONTRouw": EEN SIGNAALFUNCTIE.

De prijs die de uitdrukking is van de beoordeling/waardering van het verhandelde object door koper en verkoper, kan dankzij het marktsysteem als een signaal dienen dat door andere partijen geïnterpreteerd wordt.

In casu wordt niet zozeer het op de beurs verhandelde, stemgerechtigde aandeel beoordeeld, maar wel de onderneming zelf waarvan het aandeel de uitdrukking is ¹¹⁸. Makro-economische invloeden en speculaties buiten beschouwing gelaten, geldt dat hoe minder de aandeelhouders met het gevoerde beleid akkoord gaan, hoe minder ze de onderneming waard achten. Dit vertaalt zich in een lagere beurskoers omwille van hun grotere verkoopbereidheid. Een hoge beurskoers is dan de uitdrukking van een positieve beoordeling.

Het voordeel van de regelmatige beursnoteringen is dat ze in tegenstelling tot de zeldzame algemene vergaderingen een haast continue uitdrukking van de beoordeling van het beleid zijn. De leiding is op die manier vlugger geïnformeerd en kan daardoor vlugger reageren. De algemene vergadering laat daarentegen een grotere beïnvloeding van het beleid toe, want ze is rechtstreeks, gemotiveerd en gecoördineerd. In een moderne onderneming zijn beiden nodig.

Aangezien de meerderheids- en de minderheidsaandeelhouders het beleid op de algemene vergadering willen beïnvloeden, zullen ze minder vlug geneigd zijn om het gevoerde beleid door een verkoop van hun aandelen te sanctioneren.

Aangezien de aandeelhouders-beleggers niet de moeite doen om op de algemene vergadering te verschijnen, kunnen ze enkel nog via de beurs reageren. Omdat ze vaak vooral het hoogste rendement voor hun belegging beogen, zullen ze dit dan ook vlugger dan de meerderheids- en de minderheidsaandeelhouders doen.

Dus, hoe minder "trouw" of gebonden een aandeelhouder is, hoe efficiënter het beurssignaal dat hij uitzendt, zal zijn.

En, hoe kwetsbaarder een onderneming voor vijandige overnames is, hoe meer haar leiding met de beurssignalen zal of zou moeten rekening houden.

(117) SCHMIDT, D., *o.c.*, 10-13 en 229.

(118) Door zijn stemrecht, zijn gevoeligheid voor dividendenpolitiek en meer- of minwaarden die in zijn prijs verdisconteerd zijn, is het stemgerechtigde aandeel een nauwkeuriger beoordelingsinstrument voor de onderneming dan niet-stemgerechtigde aandelen of obligaties of welk ander effect dan ook.

Door de neutralisatie van de "ontrouw" van de aandeelhouders wordt de ondernemingsleiding minder oplettend voor beurssignalen. De talloze misbruiken tijdens de eindperiode van het meervoudig stemrecht (*supra*) tonen dit maar al te duidelijk aan. Ook het dubbel stemrecht kan (zij het in mindere mate) tot een minder wakkere ondernemingsleiding leiden.

BESLUIT.

De ontrouw van een aandeelhouder heeft een signaalfunctie ten opzichte van de leiding van een onderneming. De neutralisatie van die ontrouw leidt tot een minder attente ondernemingsleiding, en mogelijk zelfs tot misbruiken (wat vooral bij het meervoudig stemrecht het geval is).

Alhoewel de ontrouw van de aandeelhouders-beleggers voor een gezond ondernemingsbeleid wenselijk is, is het te begrijpen dat men liever aandeelhouders heeft die wat meer bij de onderneming betrokken zijn. Die hoopt men in Frankrijk onder meer door het dubbel stemrecht aan te trekken. De ontrouw van andere aandeelhouders wordt hierdoor echter ook geneutraliseerd, maar in mindere mate dan bij het meervoudig stemrecht.

Het dubbel stemrecht in Frankrijk is echter in de eerste plaats geen "fidelisatie-" en beloningstechniek, maar een beschermingsconstructie voor de meerderheids- (en minderheids)aandeelhouders. Het is er wel een die enkele nadelen heeft.

Wil men het dubbel stemrecht in het Belgische recht invoeren, dan moet men niet alleen rekening houden met de problemen die door de Franse rechtsleer besproken werden, maar ook met de problemen die door de inpassing in ons huidige Belgische recht zouden ontstaan.

In 1955 schreef ESCARRA dat de techniek van het dubbel stemrecht niet wijd verspreid was ¹¹⁹, waarschijnlijk omwille van de hoger vermelde moeilijkheden ¹²⁰.

Als beschermingsconstructie is deze techniek toch minder verregaand dan haar voorganger, het meervoudig stemrecht. Haar toewijzingscriteria zijn ook objectiever. Daarom zou men misschien beter de reeds bestaande mogelijkheden tot meervoudig stemrecht in België volledig afschaffen.

(119) ESCARRA, J., e.a., o.c., 159.

(120) Zelfs verfiind maakt het dubbel stemrecht niet veel kans om in België ingevoerd te worden, aangezien een Verordening van de Raad van 16 november 1989 enkel aandelen zonder stemrecht als uitzondering op de aandelen met enkelvoudig stemrecht toelaat (Art. 52 al. 2-3 Verordening van de Raad betreffende het statuut van de Europese Naamloze Vennootschap, *P.B.C.*, 1989, 263/41). Tevens zou ditzelfde principe opgenomen worden in het Ontwerp van Richtlijn over beschermingsconstructies, dat in de loop van de maand mei zou moeten aanvaard worden. Bovendien vernamen wij, vlak voor het ter perse gaan van dit artikel, dat de techniek van het dubbel stemrecht naar alle waarschijnlijkheid uit het voorontwerp WATHELET is gelicht.

Wil men in Frankrijk het dubbel stemrecht werkelijk als een beloning, met name als een bescherming voor trouwe aandeelhouders doen functioneren, dan moet de verwerving ervan onverkort ook voor niet-E.G.-aandeelhouders openstaan en is het misschien ook aangewezen om de fiscale hindernis voor vooral de kleine particuliere aandeelhouders te neutraliseren. Dan nog zullen vele aandeelhouders van allerlei pluimage niet voor het dubbel stemrecht kiezen, omdat de last om het te verkrijgen groter is dan het voordeel van een zeggenschap die weliswaar dubbel zo groot is maar die nog steeds te verwaarlozen is.

Zelfs de aandeelhouders die aan het getrouwheids criterium voor het dubbel stemrecht voldoen, kennen trouwens een, zij het hogere, prijs voor het opgeven van hun trouw.

Kortom, elke trouw is relatief, maar hoe ontrouwer een aandeelhouder is, des te beter is het signaal dat hij aan de ondernemingsleiding kan zenden.

Een op tijd verwittigde ondernemingsleiding is er twee waard, zelfs al wordt ze niet door een dubbel stemrecht beschermd...



D.V.V.
DE VOLKSVERZEKERING

Livingstonelaan 6 - 1040 BRUSSEL

AUTOVERZEKERING D.V.V.
da's zeker!