

DE AANDEELHOUDERS EN HET VENNOOTSCHAPSBELANG IN DUITSLAND VERGELEKEN MET BELGIË

Thomas De Muynck

Onder wetenschappelijke begeleiding van
Prof. Dr. Koen Geens

I. INLEIDING

In dit werk wordt onderzocht hoe de aandeelhouders gebonden zijn aan het vennootschapsbelang. M.a.w. welke rechten ze hebben ten opzichte van de vennootschap en welke plichten, wat ze wel mogen, wat verplicht is en wat verboden. Het werk bestaat uit twee delen. In het *eerste deel* onderzoeken we hoe de Duitse economie in elkaar zit, wat de typische kenmerken ervan zijn en de achtergrond daarvan. Na een korte historische inleiding wordt de structuur van de Duitse economie en het belang van de Aktiengesellschaft in het bijzonder onder de loep genomen. Deze kenmerken worden getoetst aan de Belgische situatie. Speciale aandacht gaat naar de positie van de banken in Duitsland en de holdings in België. Het *tweede deel* is dan de juridische analyse. Eerst komt hierbij de typisch Duitse instelling van het bankenstembrecht aan bod. Daarna worden de verschillende rechten en plichten van de aandeelhouders i.v.m. het bestuur van de vennootschap onderzocht. Achtereenvolgens het stembrecht met zijn verschillende meerderheden en het misbruik van stembrecht (Treupflichten en goede trouw). Verder worden de vorderingen besproken die de aandeelhouders moeten toelaten hun rechten hard te maken. *Tenslotte* een kort stuk over de invloed van overnames als extern controlemiddel. Bij al deze onderwerpen beperken we ons hoofdzakelijk tot de rol van de algemene vergadering, het instrument bij uitstek van de aandeelhouders. We gaan uit van de situatie in Duitsland die uitvoerig besproken wordt, gelijkenissen en verschillen met de Belgische situatie komen aan bod ter vergelijking.

II. STRUCTUUR VAN DE DUITSE ECONOMIE

A. HISTORISCH

De Duitse economie is van oudsher meer gericht geweest op coöperatie dan op confrontatie. Het idee van een ongebreidelde concurrentie heeft in Duitsland nooit onbepert gegolden zoals in de USA of in het UK het geval was.¹ Er is natuurlijk concurrentie maar dikwijls samenwerking tegelijkertijd. De Duitse economie heeft met de Japanse gemeen dat ze het bedrijf niet ziet als een eigendom waarmee de aandeelhouders mogen doen wat ze willen maar als een gemeenschap met verplichtingen tegenover werknemers, klanten en de omgeving evenals ten opzichte van diegenen die financiële middelen verschaffen.² Bijgevolg ligt de nadruk op lange-termijnverhoudingen, zowel tussen de bedrijven onderling als met de banken en werknemers. Typerend is ook dat fusies schering en inslag zijn maar dat overnames uiterst zelden voorkomen. Als verklaring hiervoor worden vele zaken naar voren gebracht, o.a. de geografisch kwetsbare ligging van Duitsland, de late industrialisatie... Feit is dat deze concentratietendens zeker niet nieuw is. Ook het uitvinden van het sociaalkapitalisme door Bismarck in de tweede helft van de vorige eeuw heeft zijn sporen nagelaten o.a. de Mitbestimmung van de werknemers in de AG's.

Ook in België zijn veel van deze factoren aanwezig. Het sociale-zekerheidsnet is ongeveer in dezelfde mate aanwezig. Dit heeft een invloed op de kapitaalmarkten doordat pensioenfondsen relatief onbelangrijk zijn. Ook qua concentratie is de situatie vergelijkbaar, zo houden enkele grote groepen (Generale, GBL, Cobepa, Almanij) een substantieel deel van de economie in handen.

B. BASISSTRUCTUUR

Het belangrijkste onderscheid tussen de verschillende systemen is dat tussen "bank-based" en "market-based" systemen. In een bank-based systeem verkrijgen bedrijven het grootste deel van hun externe financiering via banken die lange termijn relaties met hun klanten onderhouden, de Duitse Hausbank is hiervan het oertype. Daarentegen hebben marktgebaseerde systemen als dominant kenmerk korte-termijnrelaties met talrijke investeerders (via de beurs). De prototypes hiervan zijn het UK en de USA.

Dit basisondercheid heeft belangrijke implicaties op de wijze waarop vennootschappen effectief geleid worden. Zo heeft het Duitse systeem op het eerste zicht twee belangrijke gevolgen. Aan de ene kant heeft de concentratie van aandelen die gepaard gaat met het banksysteem het voordeel dat degene die deze aandelen aanhouden (of de stemrechten uitoefenen) ook geïnteresseerd

¹ J. CHARKHAM, *Keeping Good Company: a study of corporate governance in five countries*, Oxford, Clarendon, 1994, 6-12.

² T. SHERIDAN en N. KENDALL, *Corporate Governance an action plan for profitability and Business Succes*, Londen, Financial Times, Pitman Publishing, 1992, 61.

zijn in het beleid van het bedrijf en dit dan ook zullen monitoren. Het adequaat in het oog houden van het management is immers alleen maar interessant voor grote aandeelhouders. Daardoor wordt het probleem van free-rider effects, d.i. het fenomeen dat elke kleine aandeelhouder stilzit en meeprofitert van degene die wel interesse toont, veel minder groot dan in de Angelsaksische situatie. Aan de andere kant houdt het banksysteem het risico in van belangenvermenging tussen banken en bedrijven ten nadele van de minderheidsaandeelhouders.

C. BEURSKAPITALISATIE EN DE VERSCHILLENDE RECHTSVORMEN

In deze bespreking beperken we ons tot de grote Aktiengesellschaften (AG, Naamloze Vennootschap). De grootste Duitse bedrijven hebben deze rechtsvorm, maar toch moet hun belang genuanceerd worden. Men mag namelijk niet over het hoofd zien dat deze AG's in totaal voor slechts 21% van de Duitse omzet zorgen.^{3,4} Dit is nog minder dan de beurskapitalisatie in België die op 31% ligt.⁵ Een groot deel van de AG's is bovendien niet beursgenoteerd. Aangenomen wordt dat deze ongeveer de helft van de omzet van de AG's vertegenwoordigen.⁶ Daarbij komt dat de AG juridisch dan wel overeen mag komen met de NV, maar in de praktijk veel minder gebruikt wordt dan de NV in België. Zo waren er in 1992 in Duitsland slechts 3.052 AG's terwijl er in België maar liefst 83.158 NV's waren.⁷ Deze cijfers zijn absoluut en dus niet eens aangepast aan de verschillen in grootte van beide landen. Het lijkt er dus op dat alleen de giganten in Duitsland kiezen voor de vorm van een AG. Van deze AG's is dan ook 22% beursgenoteerd tegenover 0,21% in België.⁸ Daarmee hangt samen dat een aantal zeer grote bedrijven nog altijd georganiseerd is in de vorm van een GmbH⁹ (Gesellschaft mit beschränkter Haftung, cf. BVBA). Dit is meestal het geval voor vroegere familiebedrijven, bijvoorbeeld Robert Bosch GmbH of Friedrich Krupp GmbH. Daarbij wordt wel een aanzienlijk deel van de kleinere en middelgrote GmbH's gecontroleerd door andere bedrijven, AG's en GmbH's. Zo was Daimler-Benz AG in 1988 het grootste Duitse bedrijf met o.a. 10 GmbH's die volledig haar eigendom waren. Deze structuur doet het belang van de AG's dus weer toenemen.

³ J. EDWARDS en K. FISCHER, *Banks, finance and investment in Germany*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993, 85.

⁴ Vgl. in het UK en de USA zorgen beursgenoteerde bedrijven voor respectievelijk 80% en 57% van het BBP. (P. NUNNENKAMP, *The German model of Corporate Governance*, Kiel, Kiel institute of World Economics, 1995, 9).

⁵ L. RENNEBOOG, *Shareholding concentration and pyramidal ownership structures in Belgium: stylized facts*, Leuven, KUL dep. TEW, Onderzoeksrapport nr. 9634, 5.

⁶ J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 77.

⁷ E. WYMEERSCH, "Gestaltungsfreiheit und Gesellschaftsrecht in Belgien" in *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, M. LUTTER en H. WIEDEMANN (eds.), Berlijn, Walter de Gruyter, 1998, 157.

⁸ *Ibidem*.

⁹ zie hierover: J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 81.

GmbH's komen voor in aantallen van dezelfde grootteorde als in België¹⁰ maar hun verhouding tot de AG's is overweldigend.

Relatief gezien zijn er veel minder kapitaalvennootschappen in Duitsland dan in België wat zou kunnen betekenen dat ofwel de bedrijven gemiddeld groter zijn en er dus een grote concentratie is, ofwel dat in België kapitaalvennootschappen worden opgericht waar in Duitsland personenvennootschappen worden gebruikt. Waarschijnlijk is het een combinatie van beide: op de concentratieneiging in Duitsland werd reeds hoger gewezen terwijl in België al voor relatief kleine bedrijven en reeds vanaf 2 aandeelhouders NV's opgericht worden.¹¹

Hoewel de GmbH's niet te verwaarlozen zijn beperken we ons hoofdzakelijk tot AG's en dan nog tot de beursgenoteerde, omdat Corporate Governance problemen vooral daar aan de orde zijn.

D. AANDEELHOUDERSSTRUKTUUR VAN DE GROTE AG'S

Het belangrijkste kenmerk van de beursgenoteerde bedrijven in Duitsland is de aanwezigheid van één grote aandeelhouder, de zogenaamde referentieaandeelhouder, die het beleid bepaalt.

Tabel 1. *Beursgenoteerde AG's volgens participatie van de grootste aandeelhouder, 1963-83 in %.*¹²

Share of largest shareholder %	No. of AGs			Nominal value of equity capital of AGs			Market value of equity capital of AGs		
	1963	1973	1983	1963	1973	1983	1963	1973	1983
≥ 75	22.1	32.3	38.9	13.6	17.4	17.7	13.1	24.3	17.9
≥ 50 and < 75	33.6	31.1	26.6	26.0	21.2	20.3	22.7	19.3	16.9
≥ 25 and < 50	29.1	29.3	22.9	21.6	28.7	25.1	24.7	28.5	32.2
≥ 1 and < 25	3.2	2.3	5.0	9.3	9.5	15.4	11.2	9.2	16.5
< 1	12.0	5.0	6.6	29.5	23.3	21.5	28.3	18.7	16.6
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.1	100.0	100.0	100.0	100.1

Bovenstaande tabel uit een studie van Iber betreft alle AG's boven een bepaalde grootte, tezamen vertegenwoordigen ze 95% van het nominaal kapitaal van alle AG's. Op drie verschillende tijdstippen (1963, 1973 en 1983) werden de AG's gerangschikt naargelang de participatie die de grootste aandeelhouder in het bedrijf aanhield. Het belang van deze AG's wordt uitgedrukt in % van het aantal, de nominale waarde van hun kapitaal, en de marktwaarde van de aandelen.

¹⁰ Zie E. WYMEERSCH, *l.c.*, 157: 465 660 GmbH's tegenover 120 041 BVBA's.

¹¹ Zie ook E. WYMEERSCH, *l.c.*, 158.

¹² B. IBER, "Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschlands 1963-1983", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 1985, 1111.

Uit de tabel blijkt duidelijk de aanwezigheid van referentieaandeelhouders. In 88% van de gevallen (1983) heeft één aandeelhouder minstens een belang van 25%. In 65% van de gevallen bereikt dit belang zelfs meer dan 50% en in 40% was er zelfs een absolute meerderheid van 75% of meer.

De structuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen vertoont merkwaardig veel gelijkenis: ook daar is er in 65% een referentieaandeelhouder met een belang van meer dan 50% en een blokkeringsminderheid van 30% bestaat in 89% van de gevallen.¹³ De vijf grootste aandeelhouders hebben in België samen gemiddeld 60% in een bedrijf.¹⁴

Referentieaandeelhouders zijn dus de regel in Duitsland en België, dit in tegenstelling tot in het UK¹⁵ of de USA. Klassieke problemen van Corporate Governance stellen zich vooral in bedrijven waar het aandelenbezit verspreid is (Publikumsgesellschaft). Toch mag men uit deze eerste vaststelling nog niet de conclusie trekken dat het debat onbelangrijk is, integendeel.

Een tweede blik op de tabel leert ons, zoals te verwachten was, dat vooral de kleinere bedrijven een meerderheidsaandeelhouder hebben (1983: 65% heeft een meerderheidsaandeelhouder maar deze zijn slechts goed voor 35% van de marktwaarde). Omgekeerd wil dit zeggen dat de aandelen van de grootste bedrijven verspreid zitten, zo vertegenwoordigen de 11% bedrijven zonder een aandeelhouder met een belang van 25% of meer zelfs 33% van de marktwaarde. Dit is al een eerste aanwijzing dat het belang van de referentieaandeelhouders moet gerelativeerd worden.

Vóór we de invloed van referentieaandeelhouders aan een verder onderzoek onderwerpen, bekijken we snel wie deze meerderheidsaandeelhouders zijn¹⁶ in de beursgenoteerde AG's. In een groot aantal bedrijven (22% van de beursgenoteerde AG's met een meerderheidsaandeelhouder) is de meerderheidsaandeelhouder een familie. Deze bedrijven zijn over het algemeen wel kleiner (hoewel er enkele notoire uitzonderingen zijn) en staan slechts voor 6% van het totale beurskapitaal. Een tweede grote speler is de overheid, die aandeelhouder is van een aantal zeer grote bedrijven. Haar belang neemt wel fel af met de golf van privatiseringen (o.a. Deutsche Telekom, Lufthansa, er is zelfs sprake van privatisering van de post). Een derde grote groep zijn de niet-financiële ondernemingen en buitenlandse investeerders.

Hoewel de niet-financiële ondernemingen dus zeker niet de grootste houder van meerderheidsparticipaties in beursgenoteerde ondernemingen zijn, zeggen deze cijfers niet alles. Zoals boven reeds aangehaald, hebben zij dikwijls een resem

¹³ E. WYMEERSCH, *l.c.*, 184.

¹⁴ L. RENNEBOOG, *o.c.*, 4. Vergelijk: in de VS slechts 15,4 % bij de bedrijven uit de top 500 (ibidem).

¹⁵ In het UK is er in 2/3 van de top 200 companies geen aandeelhouder met meer dan 10 %. (J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 185).

¹⁶ Cijfers: B. IBER, *l.c.*, 1113.

van onafhankelijke niet-beursgenoteerde dochterondernemingen (zowel AG's als GmbH's).

Daarenboven (en dat is het onderwerp van de volgende paragraaf) hebben zij dikwijls een belang in de beursgenoteerde AG's dat weliswaar geen meerderheid is maar dikwijls toch genoeg om het beleid te bepalen. Dit blijkt uit volgende tabel.

15. Tabel 2. *Control classification of largest 300 German firms, 1972.*¹⁷

	Classification in terms of direct ownership ^a		Classification in terms of ultimate ownership ^a	
	% of no. of firms in sample	% of total turnover of sample	% of no. of firms in sample	% of total turnover in sample
Owner-control ^a	89.7	75.1	49.7	35.4
Manager-control ^a	10.3	24.9	50.3 (13.0) ^b	64.6 (15.7) ^b

Deze tabel gaat over de top 300 bedrijven, ongeacht hun rechtsvorm. Deze bedrijven werden ingedeeld in twee groepen.

De eerste groep (Manager-controlled) is deze van ondernemingen waar geen enkele aandeelhouder meer dan 1% van de stemrechten heeft of waar dat wel het geval is maar deze aandeelhouders samen geen 25% van de stemrechten hebben. Van deze groep wordt aangenomen dat de eigenaars-aandeelhouders onvoldoende hun stempel op het beleid kunnen drukken zodat de koers die het bedrijf vaart *de facto* door managers bepaald wordt. De rest wordt ondergebracht in een tweede groep (owner-controlled).

Op het eerste zicht lijkt het dat slechts tien procent van de ondernemingen manager-controlled zijn, maar deze ondernemingen zijn wel de grootste. Zij zijn namelijk verantwoordelijk voor 25% van de omzet.

In een tweede stap kijken we niet enkel naar het aandelenbezit van de betreffende onderneming (direct-ownership) maar wordt er ook gekeken naar diegenen die achter deze aandelen zaten. Dit om rekening te houden met het feit dat de houders van grote pakketten aandelen dikwijls zelf bedrijven zijn die door managers gecontroleerd worden. Ook in deze bedrijven is er dan eigenlijk een scheiding tussen eigendom en bestuur. Deze groep werd bij de groep van tien procent uit de eerste stap geteld. Zo komen we terecht bij het « ultimate ownership ».

Uit de tabel blijkt nu dat uiteindelijk de helft van deze bedrijven door managers gecontroleerd wordt en dat deze zelfs 65% van de omzet hebben. De conclusie mag dus duidelijk zijn: hoewel er op het eerste gezicht bij een overweldigende meerderheid van de grote bedrijven een referentieaandeelhouder stevig aan de touwtjes trekt, blijkt dat achter deze dikwijls de allergrootste bedrijven schuilgaan die zelf geen referentieaandeelhouder hebben en waar bijgevolg de managers de lijnen uitzetten.

¹⁷ J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 188.

Over de verhouding managercontrolled-ownercontrolled in België zijn geen gegevens bekend. Wel is het duidelijk dat de eerste viool gespeeld wordt door holdings i.p.v. door participaties van andere ondernemingen. In 1991 waren er 92 holdingmaatschappijen geregistreerd die samen goed waren voor 83% van de beurskapitalisatie.¹⁸ Zij zijn de belangrijkste investeerders, ze hebben 33% van de aandelen en de helft van de significante aandelenpakketten.¹⁹ Het holdinglandschap wordt dan weer gecontroleerd door 4 grote holdings. Deze holdings controleren niet rechtstreeks maar meestal via cascadesystemen waarbij de holding telkens via een referentiepakket de controle houdt over tussenschakels zodat met een kleinere kapitaalbijdrage een grotere controle verworven wordt.²⁰ Dit komt neer op een schending van het principe van één stem voor één aandeel.²¹ Via deze holdings wordt een substantieel deel van de Belgische economie, geschat op 30% van de beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde bedrijven, beheerst door Franse investeerders.²² Ook families controleren (al dan niet via een holding) een belangrijk deel.²³

De situatie is onduidelijk omdat een doorkijk-studie zoals die van Iber in Duitsland voor België niet bestaat. Toch is het zo dat de holdings gecontroleerd worden door een referentieaandeelhouder (precies daarom worden ze opgericht) en dit is dus een cruciaal verschil met Duitsland.

De conclusie dat het grootste deel van de Duitse economie gecontroleerd wordt door managers is van het allergrootste belang: de vraag hoe en door wie de managers gecontroleerd worden is meer dan ooit aan de orde. In België rijst er een ander probleem, namelijk dat de stemkracht van de ultieme aandeelhouders via het piramidesysteem hun kapitaalcracht ver overstijgt. Hierdoor komt ook een scheiding van eigendom en controle tot stand die vragen doet rijzen, o.a. naar de bescherming van de minderheids-aandeelhouders. In Duitsland tracht men het probleem op te lossen door de kleine aandeelhouders via vertegenwoordiging door de banken te laten stemmen. Dit wordt verder nog besproken.

E. DE MACHT VAN DE BANKEN

1. MACHTSFAKTOREN

Hoger werd reeds aangehaald dat de Duitse economie als een “bank-based system” wordt gezien. De grote macht van de banken is inderdaad een feit en in Duitsland een groot punt van discussie. Typisch voor Duitsland is het feit dat de machtsverhoudingen tussen financiële instellingen en industrie niet wettelijk

¹⁸ E. WYMEERSCH, *l.c.*, 361.

¹⁹ L. RENNEBOOG, *o.c.*, 16.

²⁰ *Ibidem*, 33.

²¹ *Ibidem*, 45.

²² *Ibidem*, 35.

²³ *Ibidem*, 3.

geregeld worden.²⁴ Deze macht is echter niet gebaseerd op financiering van ondernemingen alleen. Leningen zijn wel belangrijker in Duitsland dan in bvb. het UK maar Edwards en Fischer²⁵ tonen aan dat zowel in Duitsland als in het UK bankleningen de tweede financieringsbron zijn. Andere invloeden zijn veel belangrijker en vooral de cumulatie maakt de banken tot het zenuwcentrum van de Duitse economie. Deze cumulatie wordt mogelijk gemaakt doordat Duitse banken Universalbanken zijn. Achtereenvolgens worden de volgende elementen besproken: de positie van de bank als Hausbank, het bankenstemrecht, de aandelenportefeuilles van de banken en de vertegenwoordiging in de bestuursorganen van ondernemingen. Wat gezegd wordt over banken slaat in het bijzonder op de drie Grossbanken, in volgorde van belangrijkheid de Deutsche Bank, de Dresdner Bank en de Commerzbank.

De Duitse banken zijn Universalbanken. Daarmee wordt aangeduid dat ze zich op alle terreinen van de financiële markten begeven. Zij geven dus niet alleen leningen, tegelijk hebben ze zelf aanzienlijke participaties in bedrijven en geven zij aandelen uit. Tegelijkertijd werken ze actief mee aan fusies en (specifiek voor de Duitse banken) oefenen ze nog stemrechten voor klanten uit ook.

Dit Universalbank-principe is meteen een van de grote verschillen met België. Tot de grote crisis van 1933-34 waren de banken ook in België aandeelhouders. Het verbod op het houden van aandelen dat toen werd uitgevaardigd heeft meteen gezorgd voor het ontstaan van de holdings rond de banken: Generale Maatschappij-Generale Bank, Almanij-kredietbank, GBL-BBL.²⁶

De aanleiding voor het verbod was het faillissement van banken die meegesleurd werden door de crisis op de aandelenmarkten. De bedoeling van de wetgever was echter tweeledig.²⁷ Ten eerste de solvabiliteit van de banken garanderen. Moeilijkheden in de industriële sector mochten de banken in geen geval in problemen brengen. Ten tweede een te grote invloed van kredietinstellingen op de industrie te vermijden. De machtsverstrengeling die daarmee gepaard zou gaan werd gezien als storend voor de markt, niet toevallig het verwijt dat de Duitse banken op dit moment krijgen.

Hoewel het verbod in het begin quasi absoluut was, heeft de Belgische wetgever onder invloed van de Tweede Bankrichtlijn de wet aangepast door de wet van 22 maart 1993. Vereenvoudigd laat deze wet de Belgische banken toe voor een jaar onbeperkt aandelen te bezitten met het doel ze te verkopen of ter dekking van schuldvorderingen, onbeperkt te participeren in krediet- en verzekeringsondernemingen en andere participaties te nemen die niet hoger zijn als 10% van het eigen vermogen van de bank en die samen 35% van dat eigen vermogen niet overschrijden.

²⁴ K. VERHEYDEN, *o.c.*, 33.

²⁵ J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 46 e.v.

²⁶ Tot BBL overname door het Nederlandse ING in 1997 en overname Generale Bank door Fortis AG in 1998.

²⁷ K. BYTTEBIER, *Handboek financieel recht*, Antwerpen, Kluwer, 1995, 146.

De Duitse banken zijn tegelijkertijd ook Hausbanken waarmee bedoeld wordt dat elke onderneming een speciale relatie heeft met één bank, en dit dikwijls al van bij de oprichting. (Ter illustratie: de oprichtingsakte van BASF werd getekend ten huize van de voorzitter van (de voorloper van) de Deutsche Bank.) Deze bank levert dan het hele gamma van “commercial and investment banking” diensten. De banken hebben bovendien een mechanisme om bedrijven te evalueren dat is uitgewerkt door Deutsche Bank in 1870, het Sekretariat.²⁸

Deze bevoorrechte relatie blijft dan bestaan, soms in die mate dat het bedrijf afhankelijk wordt van de bank. De vrije concurrentie op de markt voor financiële diensten wordt dus aangetast. De bank blijft anderzijds ook wel trouw aan de onderneming en zal desnoods alles doen om de onderneming van het faillissement te redden, dit was recent nog het geval met Hapag-LLOYD en Deutsche Bank.

Het volmachtstemrecht van de banken²⁹ wordt geregeld in de artikelen 128 en 135 van het Aktiengesetz en laat de banken toe aandelenstemrecht uit te oefenen voor zover ze daartoe gemachtigd worden door klanten die die aandelen bij de bank gedeponereerd hebben. Dit stemrecht zou de kleine aandeelhouder moeten dienen. De bank zou naar de algemene vergadering gaan als vertegenwoordiger van de “Kleinaktionär”, die zo de vennootschap bestuurt. *De facto* volgen de meeste aandeelhouders een voorstel van de bank en geeft maar 3%³⁰ eigen aanwijzingen om de volmacht uit te oefenen. Het is duidelijk dat dit tot een enorme macht van de banken leidt, vooral in de zogenaamde Publikums-gesellschaften.

In totaal hielden de grootbanken eind 1987 22% van alle Duitse aandelen in bewaring.³¹

Rekening houdend met het feit dat niet alle aandelen op de algemene vergadering vertegenwoordigd zijn, geeft dit aan de banken (bij gezamenlijk optreden) een blokkeringminderheid bij alle belangrijke beslissingen. Volmachtstemrecht uitgeoefend door banken is iets wat in België in de praktijk niet voorkomt. Nochtans mogen aandeelhouders zich ook in België laten vertegenwoordigen door lasthebbers. Dit wordt bepaald in artikel 74 § 2 van de Vennootschappenwet. Volmachten uitgeoefend door de raad van bestuur komen dan in België ook frequent voor. In Duitsland is dit systeem van proxy-voting verboden omdat het tegen de geest van het Aktiengesetz zou ingaan.³²

De banken mogen in Duitsland ook aandelen in eigen naam aanhouden, dit aandelenbezit van de banken is groot maar niet enorm, in 1988 bv. hielden zij

²⁸ T. SHERIDAN en N. KENDALL, *o.c.*, 63.

²⁹ zie later

³⁰ U. IMMENGA, *Beteiligungen von Banken in anderen Wirtschaftszweigen*, Baden-Baden, Nomos, 1978, 109.

³¹ H. PFEIFFER, *Die Macht der Banken: die personellen Verflechtungen der Commerzbank, der Deutschen Bank und der Dresdner Bank mit Unternehmen*, Frankfurt am Main, Campus Verlag, 1993, 111.

³² K. SCHMIDT, *o.c.*, 716.

10.4% van alle aandelen.³³ Het aandelenbezit van de banken heeft twee belangrijke oorzaken. Ten eerste is het ontstaan door de historische rol van de banken bij het industrialiseringsproces en ook bij de wederopbouw na WO II en recent na de Duitse eenmaking. Daarenboven is een deel van de belangen ook te wijten aan participaties genomen om faillissementen te verhinderen. De banken gebruiken hun aandelen om zichzelf van een afzetmarkt in de toekomst te voorzien. In dit opzicht zijn ze vooral in de grote ondernemingen geïnteresseerd.

Een andere belangrijke politiek van de banken is het plaatsen van eigen mensen in de bestuursorganen van andere bedrijven. Een Duitse AG heeft 2 door de wet verplichte bestuursorganen met een eigen afgelijnde verantwoordelijkheid. Terwijl de Vorstand het effectieve dagelijkse management waarneemt, oefent de Aufsichtsrat het toezicht uit. In de Aufsichtsrat zitten zowel vertegenwoordigers van de aandeelhouders als van de werknemers (Mitbestimmung). Ook de banken hebben dit dualistische systeem. In België heeft dit systeem nooit ingang gevonden, op een uitzondering voor de banken na.

Sinds de vorige eeuw al is het de gewoonte dat mensen uit de bank zetelen in de Vorstand en Aufsichtsrat van bedrijven en andersom.³⁴ Dit systeem biedt voordelen voor beide partijen: enerzijds oefenen de banken graag invloed uit en komen ze zo ook aan snellere en betrouwbare informatie, anderzijds beschikken de banken over een schat aan informatie en bekwame mensen waarvan de ondernemingen graag gebruik maken.

2. EVALUATIE EN KRITIEK OP DE MACHT VAN DE BANKEN

Elk van de voorgaande machtsfactoren is het voorwerp van hevige discussies. De Hausbank-relatie zou de vrijheid van de ondernemingen beperken bij het op zoek gaan naar het goedkoopste krediet, in de praktijk hebben de meeste ondernemingen echter toch meerdere banken. Daarbij komt nog dat een bank die de situatie beter kent misschien goedkopere leningen kan toestaan en ook nog dat vele bedrijven zelf substantiële geldvoorraden hebben opgebouwd en dus minder afhankelijk geworden zijn.³⁵

De Vollmachtsstemmen zou volgens critici door de banken in het eigen belang gebruikt worden, onder andere om Vorstands- en Aufsichtsratsleden te benoemen. De empirische gegevens ondersteunen deze theorie evenwel niet.³⁶ Het aandelenbezit van banken zou niet gebruikt worden voor winstmaximalisatie maar wel om de omzet en de bankleningen te vergroten. Ook hiervan zijn de bewijzen niet geleverd en men wijst erop dat het

³³ J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 182.

³⁴ zie hierover H. PFEIFFER, *o.c.*

³⁵ F. KÜBLER, "Institutional Investors and Corporate Governance: a German perspective" in *Institutional Investors and Corporate Governance*, T. BAUMS, R. BUXBAUM, en K. HOPT (eds.), Berlijn, De Gruyter, 1995, 572.

³⁶ J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 218: "the relationship between bank supervisory board representation and bank proxy voting is weak."

aandelenbezit van de banken relatief klein is. De hiervóór opgesomde machtsfactoren en invloeden zijn ieder op zichzelf niet zorgwekkend, maar leiden samen, volgens de aanhangers van de “Kumulationsthese”, tot een disproportionele machtspositie. Deze theorie is sinds lang het middelpunt van kritiek³⁷ omdat misbruiken slechts “in den seltesten Fällen” voorkomen maar het staat vast dat de banken veel macht hebben en de sterke hand zijn achter veel bedrijven en een groot deel van de Duitse economie.

3. WIE CONTROLEERT DE BANKEN?

Het antwoord is even eenvoudig als verbazend: de banken zelf. De grote banken hebben immers geen referentieaandeelhouders. Zij mogen zoals de andere AG's geen eigen aandelen aanhouden maar volmachtsstemmen uitoefenen mag wel. Hiervoor zijn er dan wel bijkomende voorwaarden. In elk geval is het zo dat de drie grootbanken ieder op hun eigen algemene vergadering meer dan de helft van de aanwezige stemmen vertegenwoordigen. Het feit dat de banken zichzelf controleren is uiterst belangrijk. Ten eerste maakt dit hen, als top van de piramide, tot machtscentrum omdat daar de keten van invloeden stopt. Ten tweede maakt zelfcontrole gecombineerd met de onmogelijkheid van overnames³⁸ dat de banken aan niemand verantwoording moeten afleggen. Problemen i.v.m. het goed bestuur van vennootschappen zijn hier dus wel aan de orde.

Dit is ook één van de grote verschilpunten met het Belgische systeem. Ook in België zijn de banken een machtscentrum maar deze banken zijn altijd ingebed in een holding die uiteindelijk het beleid bepaalt.

III. JURIDISCHE ANALYSE

A. DEPOTSTIMMRECHT

Het oorspronkelijke uitgangspunt van het vennootschapsrecht, dat de aandeelhouders hun stem in de algemene vergadering persoonlijk uitoefenen, is door de realiteit van de grote AG's totaal voorbijgestreefd. Om het probleem van de ondervetegenwoordiging van de kleine aandeelhouders op de Algemene vergadering op te lossen voorziet § 134 Abs. 3 AktG³⁹ de mogelijkheid om volmachten te verlenen. Aan deze vrijheid kunnen ook de statuten geen afbreuk doen.⁴⁰

In de praktijk echter zijn het vooral banken (de wet spreekt van Kreditinstitute) die deze volmachten verzamelen en uitoefenen. Dit recht wordt voor hen uitvoerig geregeld in § 135 AktG. In de hiernavolgende paragrafen worden de belangrijkste aspecten van dit Depotstimmrecht besproken.

³⁷ F. KÜBLER, *l.c.*, 572.

³⁸ Over overnames zie verder.

³⁹ AktG; deze afkorting wordt in de tekst gebruikt voor het Aktiengesetz van 1965.

⁴⁰ OLG Stuttgart, *AG* 1991, 61.

De bank treedt op als gevolmachtigde van de aandeelhouder maar moet diens naam niet noemen. De wet gaat hierbij uit van twee basisprincipes: de *verplichting* voor de banken om hun klanten aan te bieden voor hen te stemmen en een zo groot mogelijke *binding* aan de richtlijnen van de klant.⁴¹ In de regel zijn ze dus verplicht alle klanten die aandelen in bewaring gegeven hebben bij de bank (vandaar Depotstimmrecht) de mogelijkheid te bieden om hun orders voor de algemene vergadering door te geven.⁴² Het stemrecht kan alleen op grond van een schriftelijke volmacht⁴³ uitgeoefend worden. Deze volmacht moet bovendien aan één uitdrukkelijk bepaalde instelling⁴⁴ gegeven worden (dus nooit aan toonder⁴⁵) en ook expliciet begrensd zijn op max. 15 maanden.

§ 128 Abs. 2 AktG stelt dat de bank daarvoor een stemvoorstel naar de klant moet sturen met daarbij uitdrukkelijk het verzoek om eigen richtlijnen te geven. Zoals hoger reeds vermeld geven zij die in de praktijk slechts zelden.⁴⁶ Als de aandeelhouder inderdaad geen eigen richtlijnen geeft, mag en moet de bank stemmen volgens haar stemvoorstel.⁴⁷

De vraag is nu onder welke omstandigheden de bank mag afwijken van haar voorstellen of die gedaan door de aandeelhouder. De voorwaarde die de wet stelt is letterlijk dezelfde als die om af te wijken van de richtlijnen van een lastgever in het contractenrecht⁴⁸ en houdt in dat afwijken mag als men uit de omstandigheden mag afleiden dat de aandeelhouder bij kennis van de toestand de afwijking zou toestaan. Deze regeling volgt voor de afwijking van eigen voorstellen van de aandeelhouder rechtstreeks uit het BGB en voor de afwijking van de bankvoorstellen uit het AktG.⁴⁹ Dit recht om van de voorstellen af te wijken verandert natuurlijk in een plicht wanneer de stem tegen de statuten of de wet zou zijn.^{50,51}

Een bijzondere, ook al eerder aangehaalde, kwestie is het Depotstimmrecht in de eigen Algemene Vergadering van de banken. Het probleem is duidelijk: aan de ene kant zou het in de vorige paragraaf besproken systeem leiden tot een zelfcontrole door de bankleiding, enerzijds omdat de banken het merendeel van hun eigen aandelen in bewaring krijgen en anderzijds omdat praktisch iedereen slaafs de voorstellen van de bank volgt. Daarentegen zou een absoluut verbod de aandeelhouders-vertegenwoordiging in de bank zelf totaal vertekenen en zelfs tot de absurde situatie leiden dat de concurrentie het voor het zeggen krijgt. De wetgever heeft getracht een middenweg te zoeken door

⁴¹ Kontrahierungszwang und Weisungsgebundenheit

⁴² § 135 Abs. 10 AktG.

⁴³ § 135 Abs. 1 Satz 1 AktG.

⁴⁴ § 135 Abs. 2 Satz 1 AktG.

⁴⁵ W. ZÖLLNER, *o.c.*, 1423.

⁴⁶ U. IMMENGA, *Beteiligungen von Banken in anderen Wirtschaftszweigen*, Baden-Baden, Nomos, 1978, 109.

⁴⁷ § 135 Abs. 5 AktG.

⁴⁸ vgl. § 135 Abs 5 AktG en § 665 Satz 1 BGB.

⁴⁹ W. ZÖLLNER, *o.c.*, 1430, nr. 58.

⁵⁰ Ibidem

⁵¹ H.-P. SCHWINTOWSKI en F. SCHÄFER, *Bankrecht*, München, Heymanns, 1997, 831.

een regeling te treffen in het AktG van 1965. Deze regeling laat de vertegenwoordiging principieel toe maar dan alleen na uitdrukkelijke richtlijnen van de aandeelhouder. Dit principe wordt echter gedeeltelijk uitgehold. Ten eerste bepaalt de wet wel dat er richtlijnen moeten gegeven worden m.b.t. de “einzelnen Tagesordnungspunkten” maar dit mag volgens de rechtsleer⁵² ook door een order “volgens de bankvoorstellen”. Ten tweede moet de opdracht ook uitdrukkelijk zijn, dit wordt dan weer niet geïnterpreteerd als vormvereiste maar eenvoudig als een verbod van stilzwijgende opdracht. De richtlijn kan dus ook mondeling en zelfs telefonisch gegeven worden. Daarbij komt nog dat de bank het bestaan van de opdracht niet moet bewijzen omdat dit strijdig geacht wordt met het streven naar anonimiteit. Wel heerst er een absoluut verbod om m.b.t. de eigen algemene vergadering de voorstellen te wijzigen, de bank moet zich desgevallend maar onthouden.

Blijkbaar slagen de banken er via standaardformulieren toch in om van een grote meerderheid van de bewaargevers de orders te verkrijgen. Dit blijkt uit de cijfers van de algemene vergaderingen van de banken. *De facto* besturen de banken dus toch zichzelf. Dit is een van de grootste problemen van corporate governance in Duitsland (c.s.).

De bank heeft als mandataris geen zelfstandige Treupflicht maar mag het stemrecht wel slechts uitoefenen binnen de grenzen van de Treupflicht die op de mandant rust. Bij overschrijding hiervan kan de bank aansprakelijkheid oplopen t.o.v. de vennootschap. De niet-vertegenwoordigde aandeelhouders hebben hier geen eigen aanspraken. Tegenover de opdrachtgever is de bank aansprakelijk bij “fehlerhafte” uitoefening van de volmacht.

Naast deze aansprakelijkheid bij de schending van de Treupflicht staan de aandeelhouders nog twee rechtsmiddelen ter beschikking bij overtreding van de voorschriften van § 135 AktG. Dit zal onder meer het geval zijn als de volmacht niet schriftelijk gegeven wordt, als de bank in eigen naam optreedt, of bij algemeen verbintenissenrechtelijke gebreken. Ten eerste kunnen de aandeelhouders door middel van de Anfechtungsklage het besluit van de algemene vergadering laten nietig verklaren. Dit kan echter alleen onder bepaalde voorwaarden (c.i.). Eén van deze voorwaarden is dat de klager op de AV al verzet tegen het besluit moet hebben laten aantekenen. Dit sluit echter de gevolmachtigde volledig uit omdat hij zelf niet op de AV aanwezig is, tenzij in het bijzondere geval dat hij z'n aandelenbezit gedeeltelijk zelf vertegenwoordigt en gedeeltelijk laat vertegenwoordigen. Voor derden-aandeelhouders is het dan weer praktisch onmogelijk omdat zij de overtreding van de volmacht onmogelijk kunnen controleren. *De facto* houdt de hele situatie in dat er nauwelijks controle is.

Ten tweede kan de volmachtgever schadevergoeding verlangen van de bank op grond van schending van de overeenkomst en naar men aanneemt ook op grond van § 823 BGB (buitenkontraktuele aansprakelijkheid) omdat men § 135 AktG

⁵² W. ZÖLLNER, *o.c.*, 1433, nr. 69

als “Schutzgesetz”⁵³ aanziet.⁵⁴ Deze laatste mogelijkheid is belangrijk bij de nietigheid van de overeenkomst met de bank.

Het bankenstemrecht is altijd al omstreden geweest. De wetgever was zich daar terdege van bewust, zo staat in de voorbereiding van het Aktiengesetz van 1937 het volgende: “Deze regeling is niet in staat geweest de discussie over de rechtvaardiging en de handhaving van het stemrecht van de banken te beëindigen. Het wordt steeds weer opgeworpen dat het bankenstemrecht het gevaar van belangenconflicten in zich draagt”.⁵⁵ Doordat de volmachten geconcentreerd zitten bij de drie grootbanken geeft dit een enorme machtsconcentratie. Een eventuele hervorming staat voor de moeilijke taak de onevenredige macht van de banken te verminderen zonder de invloed van de kleine aandeelhouders op het beleid te verminderen.⁵⁶

B. RECHTEN EN PLICHTEN VAN DE AANDEELHOUDERS

Het belangrijkste recht van de aandeelhouders is het stemrecht in de Algemene vergadering (Hauptversammlung). De meeste beslissingen worden genomen op basis van het meerderheidsprincipe. Aan dit meerderheidsprincipe worden evenwel grenzen gesteld. De eerste is een formele beperking van het meerderheidsprincipe door voor verschillende belangrijke beslissingen een gekwalificeerde meerderheid te vereisen. Ten tweede begrenzen de plichten (meer bepaald de Treuplicht) van de aandeelhouders de uitoefening van hun stemrecht wanneer dit met misbruik gepaard gaat. Deze plichten zorgen dus voor een inhoudelijke beperking (Sachkontrolle) van het meerderheidsprincipe. Ze kunnen omgekeerd ook verbieden een blokkeringsminderheid uit te oefenen en aldus het meerderheidsprincipe versterken. Daarnaast hebben de aandeelhouders nog een aantal controle- en informatierechten, het vraag- en spreekrecht op de algemene vergadering enz...

De aandeelhouders in de kapitaalvennootschappen hebben twee hoofdplichten:⁵⁷ de eerste serie plichten volgt uit het vennootschapskontraat zelf en omvat de “Beitragspflichten”, de inbreng; de tweede reeks hoofdplichten bevat de Treupflichten, die uit de wet volgen. Verder wordt alleen de tweede reeks besproken omdat die het meest relevant is in het licht van de relatie tussen aandeelhouders en het vennootschapsbelang. Vooral bij groepen van ondernemingen is de vraag in hoeverre (meerderheids- en minderheids) aandeelhouders hun eigen belang mogen nastreven van cruciaal belang.

⁵³ In Duitsland is er slechts een schadevergoedingsplicht als de overtreden norm bedoeld was als bescherming van diegene die de schade geleden heeft.

⁵⁴ F.-J. SEMLER, *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, München, Beck, 1988, 417.

⁵⁵ K. SCHMIDT, *o.c.*, 717.

⁵⁶ U. EISENHARDT, *Gesellschaftsrecht*, München, Beck, 1994, 249.

⁵⁷ K. SCHMIDT, *o.c.*, 461.

1. STEMRECHT EN VEREISTE MEERDERHEDEN

Besluiten op de algemene vergadering worden genomen volgens het meerderheidsprincipe. Elk voorstel heeft minstens de meerderheid van de uitgebrachte stemmen nodig om aangenomen te worden.⁵⁸ Stemonthoudingen worden hierbij niet meegerekend. Bij stemgelijkheid is het voorstel verworpen. Hetzelfde principe geldt in België.

Nochtans zal het bestaan van een meerderheid niet altijd volstaan om het besluit tot stand te brengen. De beperking die de Treupflicht met zich meebrengt wordt verderop uitvoerig besproken. De andere beperking staat in de wet⁵⁹ zelf: de meerderheidsregel geldt alleen voor zover de wet of de statuten geen grotere meerderheid of andere voorwaarden stellen. Ook zal voor sommige beslissingen een bepaalde categorie van aandeelhouders (Gattung) afzonderlijk moeten toestemmen.

De gekwalificeerde meerderheid wordt vereist voor de belangrijkste besluiten, de zogenaamde “Grundlagenbeschlüsse”. De vereiste meerderheden verschillen en kunnen meestal door de statuten veranderd worden. Hierna worden de belangrijkste gevallen besproken.

Om de statuten te wijzigen is een 3/4 meerderheid van de vertegenwoordigde stemmen vereist.⁶⁰ Hierbij is het totaal onbelangrijk in welke relatie het aan de algemene vergadering deelnemende kapitaal staat tot het totaal van het grondkapitaal.⁶¹ De statuten (Satzung) zelf kunnen een andere meerderheid voorschrijven, deze kan hoger of lager zijn. Alleen bij stemming over de “Gegenstand”⁶² van de onderneming mag de meerderheid niet verlaagd worden. Ook de kapitaalverhoging en vermindering vallen onder wijziging van de statuten. De Belgische regeling is hetzelfde met dit verschil dat minstens de helft van het kapitaal vertegenwoordigd moet zijn⁶³ en dat de onthoudingen als negatieve stemmen worden gerekend.⁶⁴ Dit quorum is niet meer vereist op een tweede vergadering als de eerste het quorum niet haalde. De Belgische wetgever is hier dus strenger. Wel zou een dergelijke regeling in Duitsland *de facto* niet veel verschil maken omdat mede door het bankenstemrecht een groot deel van het kapitaal vertegenwoordigd is op de doorsnee algemene vergadering. Dezelfde meerderheden gelden voor de “Auflösung”⁶⁵ of ontbinding van de vennootschap (ook in België wordt dit als een gewone statutenwijziging behandeld) en voor het zogenaamde “Beherrschungsvertrag”, het contract tussen een moeder- en dochtermaatschappij. Ook voor de opname

⁵⁸ §133 Abs. 1 AktG; W. ZÖLLNER, *o.c.*, 1362.

⁵⁹ § 133 AktG.

⁶⁰ § 179 Abs 2 AktG.

⁶¹ W. ZÖLLNER, *o.c.*, 1365.

⁶² Het voorwerp van de vennootschap, dit valt niet samen met het doel, het Gesellschaftszweck.

⁶³ Art 70 lid 3 Venn.W.

⁶⁴ WYMEERSCH E., *Cursus Vennootschapsrecht*, Universiteit Gent, 1996, Deel II, 210.

⁶⁵ § 262 AktG.

van een 100% dochtervennootschap door de moedervennootschap moet met dezelfde meerderheid beslist worden.⁶⁶ In verband met overnames belangrijk is dat leden van de Aufsichtsrat voor afloop van hun mandaat alleen door een 3/4 meerderheid kunnen afgezet worden.⁶⁷ De statuten kunnen een andere regeling voorzien. Deze regeling moet echter voor alle Aufsichtsrat-leden dezelfde zijn.⁶⁸

In een aantal uitzonderlijke gevallen wordt unanimiteit vereist. De literatuur neemt aan dat het “Gesellschaftszweck”,⁶⁹ het doel van de vennootschap, alleen met toestemming van al de aandeelhouders veranderd kan worden. Dit staat nergens in het Aktiengesetz maar wordt afgeleid uit het algemeen principe dat wel voor het “Verein” in de wet is ingeschreven.⁷⁰ Een andere strekking betoogt dat een eenvoudige meerderheid volstaat als de tegenstemmende minderheid uitgekocht wordt (Abfindung).⁷¹ In België schrijft artikel 70 bis voor een doelwijziging een 4/5 meerderheid voor, daarbij moet weer (althans op de eerste vergadering) een quorum van 1/2 van het kapitaal gehaald worden. Hetzelfde geldt voor de omzetting van een vennootschap: In Duitsland is eenparigheid vereist,⁷² in België weer de 4/5 meerderheid.⁷³

De toestemming van welbepaalde aandeelhouders is vereist⁷⁴ als er verschillende categorieën van aandelen bestaan (“Gattung”). Voor de verandering van de rechten hiervan stelt § 179 AktG. voorop dat deze Gattung moet instemmen. Het Belgische art. 71 Venn. W. voorziet een ingewikkelde regeling met een quorum per categorie en een vereiste van 1/3 van de stemmen per categorie. Als dit niet gehaald wordt kan het Hof van Beroep de beslissing toch nog homologeren. Daarnaast moet in Duitsland de groep aandeelhouders aan wie “Nebenverpflichtingen” worden opgelegd apart toestemmen.⁷⁵ De verschillende Gattungen moeten ook instemmen met een kapitaalsverhoging⁷⁶ of verlaging.⁷⁷

2. BESTAAN EN DRAGERS VAN DE TREUPFLICHT

De Treupflicht of getrouwheidsplicht van de vennoten wordt in de personenvennootschappen sinds lang algemeen aanvaard en is er trouwens een noodzakelijk element van. In de kapitaalvennootschappen is het bestaan van zo

⁶⁶ § 319 AktG.

⁶⁷ § 103 AktG.; K. SCHMIDT, *o.c.*, 699.

⁶⁸ Dus niet verschillend voor vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers, zie K. SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, Köln, Heymanns Verlag, 1991, 699.

⁶⁹ K. SCHMIDT, *o.c.*, 711.

⁷⁰ § 33 Abs. 1 Satz 2 BGB.

⁷¹ K. SCHMIDT, *o.c.*, 712.

⁷² § 17 Umwandlungsgesetz.

⁷³ Art 165 ev Venn. W.

⁷⁴ K. SCHMIDT, *o.c.*, 711.

⁷⁵ § 180 AktG.

⁷⁶ § 182 Abs. 2.

⁷⁷ § 222 Abs. 2.

een plicht van de aandeelhouders tegenover de vennootschap en zeker tegenover elkaar veel problematischer omdat er duizenden aandeelhouders zijn die elkaar dikwijls niet eens kennen.

Over de inhoud van de Treupflicht in de verschillende vennootschappen wordt veel getwist en dit probleem wordt verder uitvoerig behandeld. Het bestaan zelf van een Treupflicht in de kapitaalvennootschappen is door de rechtspraak in Duitsland in de laatste twintig jaren ontwikkeld onder invloed van het Amerikaanse recht.⁷⁸

In de GmbH wordt het bestaan van Treupflichten sinds lang erkend,⁷⁹ hoewel het bestaan ervan door het Bundesgerichtshof voor het eerst expliciet uitgedrukt werd in het ITT-arrest.⁸⁰ Het Bundesgerichtshof verwijst daarbij uitdrukkelijk naar de Treupflicht zoals die bestaat in personenvennootschappen en stelt dat die plicht niet kan wegvallen louter en alleen omwille van het feit dat de vennootschap (die in casu uit twee aandeelhouders bestond) een GmbH is.⁸¹

In het AG-recht werd het bestaan van een Treupflicht zowel onder de aandeelhouders onderling als ten opzichte van de vennootschap lange tijd afgewezen⁸². Tegenover de vennootschap omdat dat een stemplicht zou meebrengen die ingaat tegen het wezen van een AG, tegenover de andere aandeelhouders bij gebrek aan persoonlijke binding onderling. Aandeelhouders waren alleen onderworpen aan de algemene gedragsregels van het BGB (§§ 226, 242 en 826).⁸³

Met het veelgeciteerde Linotype-arrest⁸⁴ stelt het Bundesgerichtshof voor het eerst dat “een vennootschapsrechtelijke Treupflicht ook bestaat tussen de aandeelhouders (van een AG)”.⁸⁵ Het bestaan van een Treupflicht in de AG leidt sindsdien geen twijfel meer en werd in verdere arresten bevestigd. Het bestaan van de Treupflicht wordt dus rechtsvormoverschrijdend bevestigd, zowel voor personenvennootschappen als voor GmbH en AG.

In België is geen Generalklausel zoals de Treupflicht aan de orde, hoewel de goede trouw min of meer dezelfde functie waarneemt. Het stemrecht wordt in België door sommige auteurs als een louter doelgebonden bevoegdheid gezien (o.a. van Rijn), door anderen als een recht tot vrijwaring van de eigen vermogensbelangen.⁸⁶ Thans wordt in navolging van Coppens⁸⁷ quasi

⁷⁸ H. WIEDEMANN, “Rechtsethische Massstäbe im Unternehmens und Gesellschaftsrecht”, *ZGR* 1980, 156.

⁷⁹ K.-H. WORCH, *Treupflichten von Kapitalgesellschaftern untereinander und gegenüber der Gesellschaft*, Frankfurt am Main, Lang, 1983, 6.

⁸⁰ BGH, 5 juni 1975, II ZR 23/74, (ITT-Arrest) ook: *NJW* 1976, 191 e.v. en K. SCHMIDT, *o.c.*, 483.

⁸¹ zie BGH, ITT-arrest, 5 juni 1975, II ZR 23/74 in *NJW* 1976, 192.

⁸² zo nog in 1983: K.-H. WORCH, *o.c.*, 2.

⁸³ Audi-NSU JZ1976 561.

⁸⁴ BGH, 1 februari 1988, II ZR 75/87, (Linotype-arrest) ook *NJW* 1988, 1579-1583, noot TIMM W.

⁸⁵ *NJW* 1988, 1581.

⁸⁶ L. SIMONT, *l.c.*, 323.

algemeen aanvaard dat het een combinatie van beide is. Dit geldt zowel voor meerderheids- als minderheidsstemrechten, een onderscheid is op dit vlak niet gerechtvaardigd.⁸⁸

Bijgevolg zijn beide onderworpen aan de uitoefening te goeder trouw. Het misbruik van stemrechten wordt gezien als een toepassing van het misbruik van recht⁸⁹ en bijgevolg als een toepassing van de goede trouw in art. 1134 B.W., derde lid.⁹⁰ Het gronden van het misbruik van stemrecht op de goede trouw betekent een aanzienlijke toenadering tot het Duitse recht, daar waar de Franse rechtspraak zich steunt op de delictuele aansprakelijkheid.⁹¹

Dat het bestaan van een Treupflicht in de AG bevestigd wordt wil nog niet zeggen dat deze plicht ook op elke aandeelhouder rust. Het meest voor de hand liggende is natuurlijk de verplichting voor de meerderheids-aandeelhouders om in het belang van de vennootschap te handelen en geen eigen voordeel ten koste van de vennootschap na te streven. In de laatste jaren maakt echter het idee opgang dat ook meerderheids-aandeelhouder beschermd moeten worden tegen het misbruik van minderheidsrechten.

Ook is er een verschil tussen de plicht ten overstaan van de andere aandeelhouders en die ten overstaan van de vennootschap.

In het Linotype-arrest ziet het hof de Treupflicht als een verplichting voor meerderheidsaandeelhouders om de belangen van de minderheidsaandeelhouders in acht te nemen.^{92,93} Over een Treupflicht voor kleine aandeelhouders zegt het Bundesgerichtshof terloops dat hun vennootschapsplichten in de regel niet door de Treupflicht bepaald worden.⁹⁴ In België hebben doctrine en rechtspraak de nietigverklaring van beslissingen die met misbruik van meerderheid in de algemene vergadering genomen werden sinds lang (vorige eeuw) aanvaard.⁹⁵ Misbruik van meerderheid is daarmee in het Belgische vennootschapsrecht een vertrouwde notie.⁹⁶ Dit misbruik van meerderheid wordt gesteund op de verworven rechten, de gelijkheid van aandeelhouders en de goede trouw bij de uitvoering van overeenkomsten. Onder invloed van de rechtsleer die de NV ziet als een instituut en niet meer contractueel worden nu het rechtsmisbruik en de bevoegdheidsoverschrijding als grondslag aangeduid.⁹⁷ Zoals hoger reeds aangehaald zijn dit toepassingen

⁸⁷ P. COPPENS, *L'abus de droit de majorité dans les sociétés anonymes*, Gembloux, Duculot, 1947, 47.

⁸⁸ K. GEENS en J. RONSE, *l.c.*, 236.

⁸⁹ J. LIEVENS en B. TILLEMANS, *De rechten van de minderheidsaandeelhouder – blokkeringsminderheid*, Brussel, Postuniversitair instituut van de EHSAL, 1994, 80.

⁹⁰ Zie de Cassatiearresten van 19 september 1983, *Pas.* 1984, I, 55.

⁹¹ K. GEENS en J. RONSE, *l.c.*, 237; Cass. Fr., 2 juni 1953, *Dalloz*, 1953, 66 I.

⁹² H. HENZE, “Die Treupflicht im Aktienrecht”, *BB* 1996, 490.

⁹³ W. TIMM, noot onder BGH, 1 februari 1988, *NJW* 1988, 1582.

⁹⁴ *ibidem*

⁹⁵ L. SIMONT, *l.c.*, 321.

⁹⁶ zie P. COPPENS, *L'abus de droit de majorité dans les sociétés anonymes*, Gembloux, Duculot, 1947, 267.

⁹⁷ L. SIMONT, *l.c.*, 321.

van de goede trouw. De door misbruik aangetaste beslissing wordt gezien als een partijbeslissing; de goede trouw die vereist is, is de objectieve goede trouw.⁹⁸

Misbruik van minderheid is heel wat later aan de orde gekomen, nog in 1981 schreef Coppens dat het misbruik van minderheid een “notion en soi contradictoire” was.⁹⁹ Hier moet een onderscheid gemaakt worden tussen actief en passief misbruik van de minderheid. Actief misbruik zal veel minder voorkomen omdat de minderheid meestal weinig beslissingen eigenhandig kan doorzetten.¹⁰⁰ Passief misbruik zal veel vaker voorkomen doordat een minderheid het doorzetten van een beslissing waarvoor een gekwalificeerde meerderheid noodzakelijk is, kan blokkeren. In tegenstelling tot misbruik van meerderheid kan hier alleen op rechtsmisbruik en niet op de gelijkheid van de aandeelhouders of de verworven rechten gesteund worden.¹⁰¹ Ook hier moet de objectieve goede trouw in acht genomen worden, ook het minderheidsverzet kan immers als partijbeslissing benaderd worden.¹⁰² De toetsing die hier gebeurt is vanzelfsprekend marginaal.

Ook het Bundesgerichtshof heeft haar houding over de Treupflicht van de kleine aandeelhouders herzien in het Girmes-arrest van 20 december 1995. Ten eerste stelt het Hof uitdrukkelijk dat “jeder Aktionär” bij de uitoefening van zijn bestuurs- en controlerechten de vennootschapsbelangen van de andere aandeelhouders moet in acht nemen. Ten tweede mag de minderheidsaandeelhouder zijn blokkeringsminderheid maar gebruiken “binnen de grenzen van de Treupflicht”. Ten derde wordt gezegd dat niet alleen de minderheidsaandeelhouder die zelf een blokkeringspositie heeft deze grenzen moet in acht nemen maar dat de Treupflicht rust op elke aandeelhouder afzonderlijk als de stemmen met een bepaald doel verenigd worden. Of de Treupflicht ook bij een toevallige blokkeringsminderheid een rol kan spelen blijft open.¹⁰³

De getrouwheidsplicht van de meerderheids-aandeelhouder staat dus tegenover de plicht van de minderheidsaandeelhouder met een blokkeringsminderheid. Zij moeten beiden nalaten de belangen die andere aandeelhouders in de vennootschap hebben te schaden.

Rest ons tenslotte nog de volgende vraag: is een volmachtsdrager ook gebonden door de Treupflicht waarvan we nu weten dat alle aandeelhouders erdoor gebonden kunnen zijn?

De rechtspraak in het Girmes-arrest maakt een onderscheid. Het staat vast dat de volmachthouder zelf niet aan een Treupflicht onderworpen is, hij is immers zelf geen aandeelhouder. Daarentegen mag hij zelf de stemrechten slechts

⁹⁸ K. GEENS en J. RONSE, *l.c.*, 238.

⁹⁹ L. SIMONT, *l.c.*, 308.

¹⁰⁰ zie nochtans Kh Brussel, *Rev. Prat. Soc.* 1985, 122.

¹⁰¹ K. GEENS en J. RONSE, *l.c.*, 236-37 en L. SIMONT, *l.c.*, 322.

¹⁰² K. GEENS en J. RONSE, *l.c.*, 238.

¹⁰³ BGH, 20 maart 1995, *NJW* 1995,1740.

uitoefenen onder dezelfde voorwaarden als de aandeelhouder zelf, niemand kan immers meer rechten overdragen als hij zelf heeft.

Het Hof is de mening toegedaan dat het aannemen van een zelfstandige Treupflicht van de stemrechtgevolmachtigde met het geldende recht niet te rijmen valt¹⁰⁴. Een Treupflicht voor de “Vertreter” kan ook niet afgeleid worden uit de “Rechtsgedanken der Haftung des Eigeninteressierten Vertreters” omdat in casu een persoonlijk belang niet werd aangetoond. M.i. is er hier een belangrijk verschil met de situatie van de banken waarbij dikwijls wel een “Eigeninteresse” zal bestaan. Op grond hiervan lijkt het niet uitgesloten dat banken als gevolmachtigden toch door een eigen Treupflicht gebonden zijn.

C. AANVECHTEN VAN BESLUITEN VAN DE ALGEMENE VERGADERING

Een manier voor de (kleine) aandeelhouders om voor hun rechten op te komen is het aanvechten van besluiten van de algemene vergadering. Deze aanvechting gebeurt in België door de nietigheidsvordering op grond van art 190 bis § 1 Venn. W. In Duitsland zijn 2 verschillende vorderingen voorzien, de Anfechtungsklage en de Nichtigkeitsklage. Anders dan de naam zou doen vermoeden is het de eerste die aanleunt bij onze nietigheidsvordering.

1. WIE KAN DE VORDERING INSTELLEN?

Iedereen kan zich op de nietigheid beroepen.¹⁰⁵ De Nichtigkeitsklage kan echter alleen door bepaalde personen ingesteld worden.¹⁰⁶ Dit zijn de Vorstand of een lid ervan of een lid van de Aufsichtsrat. Het is niet uitgesloten de nietigheid op een andere manier te laten gelden.

De Anfechtungsklage kan gesteund worden op meer gronden maar kan alleen door bepaalde personen uit § 245 AktG ingesteld worden namelijk door (1) elke aandeelhouder die tegengestemd heeft en verzet aangetekend heeft in de Notulen van de Hauptversammlung; (2) elke aandeelhouder op grond van het feit dat men hem onrechtmatig de toegang tot de Algemene vergadering ontzegd heeft of dat deze onregelmatig samengeroepen was; (3) elke aandeelhouder in het geval een van de andere aandeelhouders “Sondervorteile” voor zichzelf nastreeft (c.i.)¹⁰⁷ (4) de Vorstand; (5) elk lid van de Vorstand of Aufsichtsrat als ze anders een strafbaar feit of een overtreding van de wet zouden begaan of aansprakelijk zouden zijn.

¹⁰⁴ OLG Düsseldorf 17 mei 1994, *Der Betrieb*, 1994, 1279.

¹⁰⁵ F.-J. SEMLER, *o.c.*, 449.

¹⁰⁶ § 249 AktG.

¹⁰⁷ § 243 Abs. 2 en § 245 Abs. 3.

Bovendien moet men een "Rechtsschutzinteresse" hebben. De klacht mag geen rechtsmisbruik uitmaken¹⁰⁸ en moet van doorslaggevend belang voor het resultaat van de algemene vergadering zijn.

In België¹⁰⁹ kan de vordering tot nietigverklaring principieel door iedereen ingesteld worden. Zoals bij elke vordering moet er een persoonlijk, rechtstreeks, rechtmatig en reeds bestaand belang zijn; o.a. dus door de individuele aandeelhouder, ongeacht of hij de vergadering heeft bijgewoond of niet.¹¹⁰ Verder nog door de Commissaris revisor en door de Vennootschap zelf. De mogelijkheid voor derden om de nietigheid te vorderen is betwist. Op grond van formele gebreken zeker niet, op grond van schending van de openbare orde waarschijnlijk wel.

2. GRONDEN WAAROP DE VORDERING STEUNT

De Nichtigheidsklage kan op al de in § 241 AktG. opgesomde gronden (en uitsluitend deze) worden ingesteld. Het gaat daarbij zowel om een aantal formele gebreken (regelmatige oproep, slecht "beurkundet") als over materiële gronden (strijdig met het wezen van de vennootschap, belangen van de schuldeisers, goede zeden). Alleen om deze redenen.

De Anfechtungsklage is daarentegen een open categorie.¹¹¹ Ook hier wordt een onderscheid gemaakt¹¹² tussen materiële gronden en formele gronden. De meest voorkomende materiële gronden zijn schending van het "Gleichbehandlungs"-principe en schending van de Treupflicht o.a. door misbruik van meerderheid.¹¹³ Dit laatste wordt getoetst aan de maatstaven van de Erforderlichkeit (noodzaak) en de Verhältnismässigkeit (proportionaliteit). Daarnaast wordt ook het nastreven van een persoonlijk belang door een van de aandeelhouders zonder een aangepaste vergoeding (Abfindung) voor de anderen aangevochten.¹¹⁴ Formele gebreken zijn o.a. fouten bij de oproeping, de stemming en schending van de informatieplicht.

In België wordt de vordering tot nietigheid geregeld in art 190 bis Venn. W.¹¹⁵ De algemene regel in het derde lid (art. 190 bis 3°) vereist net zoals voor de Anfechtungsklage dat het besluit beïnvloed kan worden, in dat geval komt eender welke vormelijke onregelmatigheid in aanmerking. In de gevallen van art. 190 bis 3° en 5° is dit niet vereist en deze komen dus meer overeen met de Nichtigheidsklage. Ook inhoudelijke gebreken komen net zoals in Duitsland in aanmerking: bevoegdheidsoverschrijding en misbruik van bevoegdheid (art 190 bis, 4°), in Duitsland deel van de Anfechtungsklage. Tenslotte voorziet art 190

¹⁰⁸ BGH 22 mei 1989, II ZR 206/88 ook *NJW* 1989,2689.

¹⁰⁹ B. TILLEMANN, *De geldigheid van besluiten van de algemene vergadering na de wet van 1991*, Kalmthout, Biblo, 1994, 106.

¹¹⁰ B. TILLEMANN, *o.c.*, 115, zie Kh. Verviers, 22 april 86, *T.B.H.* 1987, 540.

¹¹¹ § 243 Abs. 1 AktG.

¹¹² K. SCHMIDT, *o.c.*, 720.

¹¹³ F.-J. SEMLER, *o.c.*, 458.

¹¹⁴ *Ibidem*.

¹¹⁵ zie B. TILLEMANN, *o.c.*

bis 2° in een bijzonderheid voor beursgenoteerde vennootschappen, kredietinstellingen en beursvennootschappen.

Men zou dus kunnen stellen dat ook in België een verschil wordt gemaakt tussen eenvoudige vormvereisten waarbij men voor de nietigverklaring een mogelijke invloed op de uitkomst van de algemene vergadering moet aantonen en de “straffe” gevallen waarbij dit niet vereist is. Alleen scheidt men verwarring door dit inhoudelijk onderscheid niet uit te drukken in een terminologisch onderscheid zoals men dat in Duitsland wel doet.

3. WERKING EN ONDERLINGE VERHOUDING VAN DE TWEE VORDERINGEN

Of een eiser de Nichtigheidsklage of “slechts” de Anfechtungsklage instelt, hangt af van de gebreken die hij opwerpt.¹¹⁶ De Nichtigheidsklage sluit de Anfechtungsklage in. Wordt één van de klachten als ongegrond afgewezen, dan wordt de andere klacht onontvankelijk.¹¹⁷

Het verschil tussen de Nichtigheids- en de Anfechtungsklage ligt op twee niveaus. Zoals gezegd zijn de gronden waarop de Nichtigheidsklage ingesteld kan worden limitatief opgesomd in de wet. Daarenboven is de Nichtigheidsklage een Feststellungsklage. Dit wil zeggen dat het een declaratief vonnis is dat vaststelt dat het besluit nietig is en dus nooit werkzaam geweest is. Toch kan de nietigheid onder bepaalde voorwaarden gedekt worden. De Anfechtungsklage daarentegen is een Gestaltungsklage (constitutief) en brengt dus zelf de nietigheid tot stand¹¹⁸ in een Gestaltungsurteil. In België houdt men het erop dat de rechter de nietigheid vaststelt en uitspreekt.

Ook tegen besluiten van de Vorstand en de Aufsichtsrat staan er voor de aandeelhouders actiemiddelen open die hier evenwel niet besproken worden.

D. HET VIJANDIG OVERNAMEBOD

In economieën waar het bestuur niet rechtstreeks gecontroleerd wordt door de aandeelhouders, bijvoorbeeld doordat de aandelen onder het publiek verspreid zitten, wordt het vijandige overnamebod dikwijls aangewezen als een instrument van Corporate Governance. Men gaat er hierbij vanuit dat potentiële overnemers uitkijken naar bedrijven die niet het maximum van hun mogelijkheden halen om dan door een overname het management te vervangen, het rendement te verbeteren en het verschil op te strijken. In de USA en het UK zijn vijandelijke overnames schering en inslag.

Vóór we de vijandige overname in Duitsland bespreken, bekijken we het mechanisme van een vijandige overname van dichterbij. Een overnemer maakt winst bij zijn transactie als het verschil tussen de prijs die hij betaalt en de

¹¹⁶ K. SCHMIDT, *o.c.*, 720.

¹¹⁷ BGH, 17 februari 1977, *NJW* 1977,1551.

¹¹⁸ F.-J. SEMLER, *o.c.*, 471.

waarde van de firma bij winstmaximalisatie groter is dan de kost van de hele operatie. Er duiken echter een aantal (theoretische?) problemen op.¹¹⁹

Ten eerste zal elke kleine aandeelhouder denken dat zijn beslissing geen invloed heeft op het al dan niet slagen van de overname. Hij zal daarom zijn aandeel bijhouden en zo trachten zijn deel van de winst mee te pikken (free-rider-effect aan de vraagzijde). Een tweede probleem is dat de kosten om mogelijke doelwitten door te lichten hoog oplopen en dus door de overname moeten terugbetaald worden. Dit houdt het gevaar in dat andere mogelijke overnemers door het overnamebod gewekt worden en zelf een bod uitbrengen zonder deze kosten te maken (free-riding aan de aanbodzijde). Het derde argument tegen vijandige overnames is dat de overnemer zelf dikwijls een manager-controlled bedrijf is en dat de overname dus vanuit Corporate Governance standpunt zinloos is. Tenslotte leidt het bestaan van een overnamedreiging ertoe dat managers hun tijd gaan steken in defensietechnieken (zgn. Poison-pills) i.p.v. hun aandacht te richten op winstmaximalisatie.

Al deze argumenten tonen aan dat het nut van vijandige overnames als middel voor winstmaximalisatie geen uitgemaakte zaak is. Feit is dat in Duitsland vijandige overnames vrijwel nooit voorkomen. De redenen hiervoor zijn zowel juridisch als economisch-structureel.¹²⁰

De overnemer die de meerderheid van de aandelen in handen krijgt door een vijandig bod heeft uiteraard de bedoeling het management zo snel mogelijk te vervangen. Een aantal wettelijke regelingen maken dat moeilijker:

Het management wordt benoemd door de Aufsichtsrat. In deze Aufsichtsrat zitten zowel de werknemers als de aandeelhouders. Men neemt aan dat de werknemers eerder positie kiezen voor het zittende management ten nadele van de overnemer. Hierdoor zal de overnemer een grotere meerderheid moeten veroveren. De aandeelhouders houden in de Aufsichtsrat altijd wel de meerderheid zodat de overnemer die al de aandeelhouders achter zich krijgt altijd de beslissing tegen de wil van de werknemers kan doordrukken. Om de leden van de Aufsichtsrat voor de afloop van hun termijn te vervangen is echter een 75% meerderheid nodig.¹²¹

Een tweede belemmering vormen de stemrechtbeperkingen. Dit zijn clausules in de statuten die voorzien dat niemand meer dan een bepaald percentage van de stemrechten mag uitoefenen. Een aantal van de weinige Publikums-gesellschaften hebben zulke stemrechtbeperkingen.¹²²

Ook een aantal structurele factoren beperken de overnamemarkt: Ten eerste is het aantal AG's zonder referentieaandeelhouder zeer beperkt.¹²³ Zelfs met een blokkeringsminderheid van 25% kan het zittende management op post blijven

¹¹⁹ J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 32.

¹²⁰ J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 190 e.v.

¹²¹ Artikels 103 AktG.

¹²² O.a. Deutsche Bank, Mannesmann, BASF, Bayer... : zie J. EDWARDS en K. FISCHER, *o.c.*, 192.

¹²³ zie hoger

tot zijn termijn verstreken is. Ten tweede spelen de banken een belangrijke rol. Zoals gezien hebben zij zelf aandelen maar niet genoeg om als blokkeringsminderheid te functioneren. Dank zij de combinatie van hun eigen stemrecht en het stemrecht verbonden aan hun volmachten hebben ze de macht om praktisch elke overname te blokkeren. Daarbij gaan ze ervan uit dat zij de controlerende functie vervullen die in de Angelsaksische landen door de vijandige overname vervuld wordt.¹²⁴ Via deze controle kunnen ze onder andere verdedigingsmechanismen in de statuten laten opnemen.¹²⁵ Natuurlijk belet dit niet dat zij de aandeelhouders niet kunnen verbieden om op het bod in te gaan.

Ook in België komen vijandige overnames praktisch niet voor. Enerzijds geldt ook hier dat de kapitaalmarkt klein is en dat de meeste (beursgenoteerde) ondernemingen een referentieaandeelhouder hebben. In tegenstelling tot in Duitsland zijn het hier echter de juridische argumenten die doorwegen.

III. CONCLUSIE

De basisstructuur van de economie in België en in Duitsland loopt grotendeels gelijk: een lage graad van beurskapitalisatie en referentieaandeelhouders in de meeste ondernemingen. Het grote verschil ligt bij de uiteindelijke machthebbers. In Duitsland controleren de banken via een combinatie van factoren terwijl in België holdings via het piramidesysteem hetzelfde doen. Het belangrijkste vanuit Corporate Governance-standpunt is echter de gevaarlijke scheiding tussen eigendom en controle die zo in beide landen tot stand komt.

De kleine aandeelhouder verliest aldus de controle over zijn kapitaal. De symptomen van deze kwaal worden in beide landen gelijklopend aangepakt door versterkte meerderheden te vereisen en door speciale vorderingen voor de minderheids-aandeelhouders te voorzien. Aan het basisprobleem dat de kleine aandeelhouder niet stemt heeft men evenwel in België geen aandacht geschonken. In Duitsland doet men dat wel via het Depotstimmrecht.

Het ligt dus voor de hand ook in België een middel in te voeren om de kleine aandeelhouder bij het beleid te betrekken waarbij bijvoorbeeld de banken een tegengewicht voor de holdings zouden bieden. Dit kan echter alleen op voorwaarde dat de onafhankelijkheid van de banken gewaarborgd is.

¹²⁴ K. BYTTEBIER, *Het vijandige overnamebod: een vergelijkend onderzoek naar de wenselijkheid en haalbaarheid van het vijandige overnamebod als techniek van controleverwerving over beursgenoteerde vennootschappen*, Antwerpen, Maklu, 636.

¹²⁵ zie contra: *ibidem*, 636: "De remmende werking van de juridische constructies is eerder klein".

DE AANDEELHOUDERS EN HET VENNOOTSCHAPSBELANG IN DUITSLAND
VERGELEKEN MET BELGIË