

De opportuniteit van het gedwongen bod

Stefaan Van Dyck

Onder wetenschappelijke begeleiding
van Prof. dr. Koen Geens

1. Situering

1. Het gedwongen overnamebod, zoals dat in België is voorgeschreven door art. 41 van het zogenaamde De Benedetti -K.B. van 8 november 1989¹, is een onderwerp dat al heel wat inkt heeft doen vloeien in de binnenlandse en buitenlandse doctrine. Ook de rechtspraak in verband met het verplicht bod haalt meer dan eens de media. In verschillende recente “beroemde” overnames van Belgische ondernemingen stond het verplicht bod centraal: Superclub², PCB³, Royale Belge, Wagons-Lits⁴, ...

In verschillende nationale en supranationale rechtsstelsels achtte de wetgever het nuttig en noodzakelijk om de rechtsfiguur van het verplicht openbaar bod onder één of andere vorm in te voeren. Zo krijgt het verplicht bod een plaats in de financiële reglementering van o.a. Groot-Brittannië⁵, Frankrijk⁶, België⁷,

¹ K.B. 8 november 1989 (*B.S.*, 11 november 1989) genomen ter uitvoering van de artikelen 15 § 1 en §2, 7° en 8° van de zgn. Transparantiewet van 2 maart 1989 (*B.S.*, 24 mei 1989).

² Kh. Mechelen 23 januari 1998, *T.R.V.* 1998, 101.

³ Voorz. Kh. Brussel 10 juni 1996, onuitg.

⁴ Cass. 10 maart 1994, *Pas.* 1994, I, 237; *Arr.Cass.* 1994, 236; *J.T.* 1994, 419; *Bank Fin.* 1994, 528, noot A. BRUYNEEL; *Rec.Cass.* 1994, 278, noot T. DENYS en D. MEULEMANS; *R.W.* 1994-95, 431; *T.B.H.*, 1995, 15, noot F.GLANSORFF.

⁵ Rule 9 van de *City Code on Take-overs and Mergers*; zie o.a. G.MORSE, “Controlling take-overs – The self-regulation option in the United Kingdom”, *The Journal of Business Law* 1998, 58 e.v.; G. STEDMAN, *Takeovers*, London, Longman, 1993, 189 e.v.; T.P. LEE, “Takeover Regulation in the United Kingdom”, in K. HOPT en E.WIJMEERSCH. (ed.), *European Takeovers. Law and Practice*, Londen, Butterworths, 1992, 133 e.v.; P.L.DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Londen, Sweet & Maxwell, 1997, 789 e.v.

⁶ Artt. 5-3-1 e.v. van het *Règlement Général du Conseil des bourses de valeurs*, goedgekeurd bij Decreet van 28 september 1989, *J.O.* 30 september 1989; *JCP.* 1989, III, 63190 (gesteund op art. 15 Loi nr. 89-531 van 2 augustus 1989, *J.O.*, 4 augustus 1989; *JCP.* 1989, II, 63009); Zie o.a. A. VIANDIER., *OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV. Droit des offres publiques*, Parijs, Litec, 1993, 189 e.v.

⁷ Art. 41 van het zgn. Overname-K.B. van 8 november 1989 (*B.S.* 11 november 1989); zie A. BRUYNEEL, *Les offres publiques d'acquisition. Réforme de 1989*, uittreksel uit *Journal des Tribunaux*, Brussel, Larcier, 1990, nrs. 109 e.v.; K. GEENS, “De wijziging van controle in een

Italië, Spanje⁸ en in het ontwerp van een dertiende EG-vennootschapsrichtlijn⁹. De toepassingsvoorwaarden verschillen nogal, evenals de concrete vorm en modaliteiten van de verplichting, maar doorheen deze diversiteit¹⁰ valt toch een rode draad te ontwaren: ongeacht de concrete verschillen in de reglementering koos de wetgever er steeds voor om *de verwerfer¹¹ van een pakket aandelen (of andere stemrechtverlenende effecten) van een beursgenoteerde¹² vennootschap dat hem een juridisch of feitelijk controlerende machtspositie¹³ in deze vennootschap bezorgt, die dit pakket aandelen via private overdracht of systematische aankoop ter beurs heeft verworven, de plicht op te leggen om een bod¹⁴ te richten op alle resterende aandelen van die vennootschap.*

Deze situatie is dus duidelijk te onderscheiden van die van een openbaar bod: in geval van een openbaar bod is dit een *middel* om de controle te verwerven (of uit te breiden), terwijl het *verplicht bod* een *gevolg* is van de verwerving (op een andere wijze dan via een openbaar bod) van de controle.¹⁵

Het praktisch belang van deze reglementering blijkt zoals gezegd duidelijk uit de frequentie van de toepassing ervan. Dit hangt samen met een vrij fundamenteel kenmerk van de markt voor (controle over) ondernemingen in onze contreien: omwille van de in vergelijking met Angelsaksische landen

vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen heeft gedaan”, *T.R.V.* 1990, 102 e.v.; J.-M. NELISSEN GRADE, “Het openbaar bod en de beursoverval na het De Benedetti K.B.”, in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Openbaar bod en beschermingsconstructies*, Kalmthout, Biblo, 1990, 69 e.v.

⁸ Zie o.a. ANGEL ROJO, “Das öffentliche Übernahmeangebot im Spanischen Recht”, *A.G.* 1994, 16 e.v.

⁹ Art. 3 en 10 van het voorstel tot 13^{de} EG-vennootschapsrichtlijn, *Publikatieblad EG* 1997 C 378/10 (13.12.1997).

¹⁰ Voor een rechtsvergelijkend overzicht, zie o.m. E. WYMEERSCH., “L’offre publique d’achat obligatoire”, *Rev.dr.aff.int.* 1991, nr. 5, (625) 626 e.v.; E. WYMEERSCH., “Verplicht overnamebod. Een kritische ontleding”, *Bank Fin.* 1992, (85) 86-88; E. WYMEERSCH “Cession de contrôle et offres publiques obligatoires”, *R.P.S.* 1991, (151) 207 e.v.; H.-J. DE KLUIVER, “Voor het verplicht bod”, *T.V.V.S. (NL)* 1998, 253 e.v.

¹¹ Of de verkopende aandeelhouder, zoals in de V.S.A door de rechtspraak van een aantal staten aanvaard en in een deel van de doctrine bepleit, op grond van een *duty of loyalty* t.o.v. zijn medeaandeelhouders of op grond van de fiduciaire plichten van ‘zijn’ bestuurders t.o.v. de vennootschap (*cf. infra*).

¹² De notie vennootschap “die een openbaar beroep op het spaarwezen doet of heeft gedaan” in de Belgische reglementering (art. 1, §2 K.B. 8 november 1989) is ruimer. Zie daarover A. BRUYNEEL, *Les offres publiques d’acquisition...*, o.c., nrs. 57 e.v.; K. GEENS, “De wijziging van controle...”, *l.c.*, 102 e.v. Noteer evenwel de recente wijziging van deze notie door art. 15 van het K.B. van 7 juli 1999, *B.S.* 17 augustus 1999

¹³ Sommige rechtsstelsels hanteren hiertoe cijfermatige drempels, de Belgische reglementering niet: A. BRUYNEEL, *Les offres publiques d’acquisition...*, o.c., nrs. 109 e.v.; J. WOUTERS, “Gezamenlijke controle, verplicht overnamebod en gelijke behandeling der aandeelhouders. Kanttekeningen bij het arrest Wagon-Lits”, *R.W.* 1992-93, 625-633.

¹⁴ Een variatie hierop is een verplichte koersgarantie door de verwerfer.

¹⁵ E. WYMEERSCH, *De regulering van overnamebiedingen in een rechtsvergelijkend perspectief. Een vergelijkend onderzoek naar ondernemingsstructuren*, Gandiaus-Thorbecke Colleges, Diegem, Story, 1994, 18.

doorgaans veel minder gespreide aandeelhoudersstructuur, komt de private verwerving van de controle hier veel frequenter voor.¹⁶ Het is dan ook niet verwonderlijk dat de reglementering van de controlewijzigingen hier op vrij veel aandacht kan rekenen.

2. Deze verhandeling poogt een analyse te bieden van de juridische en economische opportuniteit van een dergelijke reglementering, zowel in abstracto (Is een dergelijke biedverplichting überhaupt wenselijk, los van de concrete reglementering in België?) als meer concreet (In welke mate zijn de door de Belgische wetgever ter zake gemaakte keuzes en de toepassing ervan wenselijk?).

2. Opportuniteit in abstracto van het gedwongen bod

2.1. Inleiding

3. Het is vooreerst nuttig na te gaan in welke mate het verplicht overnamebod *as such*, los van de verschillende concrete aspecten van de ter zake geldende reglementeringen, opportuun is. Welke argumenten wettigen een dergelijke verplichting? Een eerste aandachtspunt hierbij vormen de expliciete of impliciete beweegredenen die de wetgever - daar waar werd geopteerd voor de invoering van het verplicht bod - hebben geleid. Ook andere mogelijke argumenten pro en contra worden op hun merites getoetst.

2.2. Bescherming van minderheidsaandeelhouders

4. De voornaamste argumenten ter rechtvaardiging en verdediging van het verplicht bod vormen in feite deelaspecten van een zelfde bekommernis: de bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap waarvan de controle wordt overgedragen.¹⁷ Na een bespreking van deze deelaspecten wordt de vraag behandeld of het wel opportuun, nodig of nuttig is de minderheidsaandeelhouders deze bescherming te bieden: waarin bestaat precies hun beschermingswaardigheid, en waarom wordt deze kennelijk alleen aanwezig geacht in publieke vennootschappen?

2.2.1. Uitweg uit de vennootschap

5. De centrale bekommernis van de voorstanders - of althans de meest aangereikte *expliciete* verantwoording - van het gedwongen bod lijkt te zijn de

¹⁶ E. WYMEERSCH, *De regulering van overnamebiedingen in een rechtsvergelijkend perspectief*, ..., o.c., 22; E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", l.c., 85; E. WYMEERSCH, "L'offre publique d'achat obligatoire", l.c., 625; E. WYMEERSCH, "Problems of the Regulation of Takeover Bids in Western Europe: A Comparative Survey", in K. HOPT en E. WYMEERSCH (ed.), *European Takeovers. Law and Practice*, o.c., (95) 101.

¹⁷ E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", l.c., 85-98; H.-J. DE KLUIVER, "Voor het verplicht bod", l.c., 253-258.

minderheidsaandeelhouders van de doelwitvennootschap een - financieel aantrekkelijke - mogelijke “vluchtroute” te bieden uit de vennootschap waarvan na de controlewijziging, per hypothese, het beleid wezenlijk zal veranderen¹⁸ en waar, eveneens per hypothese, de kans op misbruiken door de nieuwe meerderheid (of controlehouders) reëel kan zijn.¹⁹

Het toepassingsgebied van de reglementering wordt doorgaans beperkt tot beursgenoteerde vennootschappen of, wat iets ruimer is, vennootschappen die een openbaar beroep op het spaarwezen hebben gedaan.²⁰ Het gaat dus om vennootschappen waar enerzijds de aandelen meestal vlot verhandelbaar zijn en waar anderzijds de kans reëel is dat kleine (particuliere) beleggers een deel van de effecten bezitten. Doordat het kapitaal vaak zeer groot is brengt hun (noodzakelijk relatief kleine) participatie doorgaans amper een mogelijke invloed op het beleid van de betrokken vennootschap met zich mee. Dat brengt verschillende nationale wetgevers (en auteurs) ertoe te zoeken naar mogelijkheden om te verhinderen dat deze aandeelhouders-beleggers door de omstandigheden zouden worden gedwongen opgesloten te zitten in een vennootschap waarvan de controle is gewijzigd buiten hun wil om. Men gaat ervan uit dat minstens hun recht om te “stemmen met hun voeten”, m.a.w. de vennootschap te verlaten wanneer het hun daar niet meer zint, moet worden gehandhaafd en gesteund. De markt vraag naar de betrokken effecten zal na de controlewijziging waarschijnlijk - althans daar gaat men van uit - afnemen, zodat men de verwerfer de plicht oplegt alle resterende aandeelhouders uit te kopen aan interessante voorwaarden.

6. Centraal in deze theorie staat, minstens impliciet, het vermoeden dat de nieuwe controlehouder het *beleid* van de vennootschap dermate zal willen wijzigen dat de minderheidsaandeelhouders, die hun vertrouwen zouden hebben gesteld in de beleidskeuzes van het vorige bestuur (dat wordt gewijzigd tengevolge van de controleoverdracht), de kans moeten krijgen om deze veranderde beleidskeuzes waarmee ze het misschien niet eens zijn, niet te moeten ondergaan.^{21, 22} Daarbij wordt min of meer genegeerd dat de kans even reëel is dat de controlewijziging de situatie van de minderheidsaandeelhouders zal verbeteren en ze misschien wel beter af zullen zijn dan onder de heerschappij van de oude controlehouder(s).²³

¹⁸ E. WYMEERSCH, “The Mandatory Bid: A Critical View”, in K. HOPT en E. WYMEERSCH (ed.), *European Takeovers. Law and Practice, o.c.*, 356 e.v.; E. WYMEERSCH, “Cession de contrôle et offres publiques obligatoires”, *l.c.*, 226 e.v.; E. WYMEERSCH, “Verplicht overnamebod ...”, *l.c.*, 88.

¹⁹ E. WYMEERSCH, “Cession de contrôle et offres publiques obligatoires”, *l.c.*, 230 e.v.

²⁰ Over deze notie die door de Belgische wetgever wordt gehanteerd, zie verwijzingen in noot 12.

²¹ N. BASUALDA, “Vers une harmonisation communautaire des offres publiques d’acquisitions”, *R.P.S.* 1990, nr. 6551, (234), 255; E. WYMEERSCH, “L’offre publique d’achat obligatoire”, *l.c.*, 630.

²² Men kan zich dan wel de vraag stellen waarom in de Belgische reglementering de aanwezigheid van een controlepremie een noodzakelijke en constitutieve voorwaarde is voor de biedplicht. (*cf. infra*, nr. 28).

²³ A. HIRSCH en G. HERTIG, “Comments on Defensive Measures, the Regulation of Multinational Offerings and Mandatory Bids”, in K. HOPT en E. WYMEERSCH (ed.), *European Takeovers. Law*

Het is essentieel en onbetwist dat de kern van het intern “democratisch” functioneren van vennootschappen is dat besluiten worden genomen door de meerderheid, waarbij de minderheid zich heeft neer te leggen. Wie de meerderheid heeft (alleen of samen met anderen), wie dat ook is, is baas en bepaalt het beleid. Opvallend is dan ook dat de minderheidsbescherming bij andere²⁴ operaties²⁵ waar de invloed op het beleid van de vennootschap minstens even reëel is, doorgaans heel wat minder uitgebreid is.²⁶

Het lijkt anderzijds toch ook pertinent dat net deze kleine beleggers misschien wel niet zo geïnteresseerd zijn in de beleidskeuzes in de vennootschap maar eerder in eventuele dividenden en in de meerwaarde die ze kunnen realiseren op hun aandelen. Eerder dat dan hun vertrouwen in het beleid zoals bepaald door de oude controlehouder(s) zijn doorgaans de motieven die ze ertoe hebben aangezet om de effecten te kopen. Men kan zich dan ook de vraag stellen waarom ze in deze specifieke situatie waar er mogelijke wijzigingen zijn in het beleid van de vennootschap, waar ze tot dan toe misschien amper interesse voor hebben betoond, een zo ruime bescherming zouden behoeven.

7. I.v.m. de mogelijke beleidswijzigingen wordt, vooral door de Duitse doctrine²⁷, de situatie anders beoordeeld wanneer de vennootschap wordt opgenomen in een groep van ondernemingen (*cf. infra*, nr. 24).

8. Vaak is deze “exit” - visie ook gesteund op *gevreemde kwade trouw in hoofde van de controleverwerver*. De controleverwerver heeft misschien wel niet de beste bedoelingen met de doelwitvennootschap, zal bijvoorbeeld misschien proberen om op relatief korte termijn via bepaalde voordelen een deel van zijn ‘inzet’ terug te winnen, en de minderheidsaandeelhouders zouden dan - preventief - via het gedwongen bod beschermd moeten worden tegen dergelijke eventueel mogelijke latere misbruiken door de controleverwerver.²⁸ Indien er, gelet op de concrete omstandigheden, effectief voldoende redelijke gronden zijn om aan te nemen dat de controleverwerver duidelijk de bedoeling

and Practice, o.c., (430) 435; P. VAN OMMESLAGHE, “Les devoirs des administrateurs et des actionnaires prépondérants envers les actionnaires d’une société en cas de cession du contrôle de cette société, en droit belge et en droit comparé”, in *Recht und Wirtschaft in Geschichte und Gegenwart. Festschrift für J. Bärmann*, München, 1975, 1019.

²⁴ Het gedwongen bod situeert zich immers steeds in het kader van een controlewijziging t.g.v. de overdracht van stemrechtverlenende effecten (via private overdracht of marktaankopen).

²⁵ Bijvoorbeeld: bij aandeelhoudersovereenkomsten die het beleid wezenlijk kunnen veranderen, bij fundamentele statutenwijzigingen, bij doelwijziging of andere situaties waar het beleid wijzigt zonder dat er een wijziging van de controle is ten gevolge van een private aandelenoverdracht of beursaankoop is er *geen* uitstaprecht voorzien voor de minderheidsaandeelhouders (ten laste van de meerderheid) (E. WYMEERSCH, “Verplicht overnamebod...”, *l.c.*, 91).

²⁶ E. WYMEERSCH, “Cession de contrôle et offres publiques obligatoires”, *l.c.*, 229-230.

²⁷Zie o.a. P. HOMMELHOFF en D. KLEINDIEK, “Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht”, *A.G.* 1990, 106.

²⁸E. WYMEERSCH, “Cession de contrôle et offres publiques obligatoires”, *l.c.*, 230 e.v.; E. WYMEERSCH, “Verplicht overnamebod...”, *l.c.*, 89.

heeft misbruik te maken van de controlepositie, en dit ten nadele van de belangen van de doelwitvennootschap en haar andere aandeelhouders, is het duidelijk dat het niet onredelijk is mechanismen te voorzien om deze te beschermen.²⁹

Men kan zich echter de vraag stellen in welk opzicht het verantwoord is zo wantrouwig (of zelfs afkerig?) te staan tegenover de controleverwerver en de kans op misbruiken a priori groter in te schatten bij wijziging van de controle dan in andere situaties.³⁰ Ook de oude controlerende aandeelhouder(s) kon(den) immers misbruik maken van de controlepositie, maar toen was er blijkbaar geen nood aan meer bescherming dan die in het kader van de specifieke procedures³¹ voorzien ter bestrijding van misbruik van meerderheid. Waarom is die zelfde bescherming dan ook niet voldoende in geval van wijziging van de controle? Er zijn immers niet echt redelijke gronden om aan te nemen dat op dat moment de kans op misbruik wezenlijk groter is dan wanneer er geen wijziging van de controle is. Daar komt nog bij dat het enerzijds sowieso onmogelijk is - gedwongen bod of niet - elk misbruik uit te sluiten, maar anderzijds misschien toch wel beter om dergelijke misbruiken, als die er zijn geweest, a posteriori "af te straffen" in plaats van a priori de kans op misbruiken zo hoog in te schatten dat de andere aandeelhouders er voor (aan een aantrekkelijke prijs) moeten kunnen "vluchten" en de controleverwerver a.h.w. wordt "gestraft" voor de kans op eventuele toekomstige misbruiken.³² Als men dan toch vindt dat de mogelijkheden voor de minderheidsaandeelhouders om misbruiken (van en door de meerderheid) - indien die er effectief blijken te zijn (*a posteriori*) - tegen te gaan te beperkt zijn, zou men dan niet beter deze bescherming uitbreiden in plaats van voor een specifieke situatie preventief de toch wel erg drastische "sanctie" van het verplicht bod op te leggen?

Begaat de wetgever trouwens zelf geen schending van het constitutioneel gelijkheidsbeginsel wanneer hij een dergelijke bescherming in de vorm van een "uitweg" via de biedplicht wel biedt aan aandeelhouders die een controlewijziging buiten openbaar bod ondergaan (met in België nog de bijkomende vereiste van een controlepremie³³) en niet aan aandeelhouders die in een andere context worden geconfronteerd met een wijziging van het vennootschapsbeleid of misbruiken door de meerderheid, te meer omdat deze verschillende behandeling kennelijk hoofdzakelijk is gesteund op een niet redelijk te verantwoorden wantrouwen tegenover overnemers?

²⁹ Ook in de VS zijn meerdere auteurs en een deel van de rechtspraak voorstander van een uitstapmogelijkheid in (duidelijke) *looting cases*, zie bijvoorbeeld R.J. GILSON, *The law and finance of corporate acquisitions, o.c.*, 621.

³⁰ E. WYMEERSCH, "Cession de contrôle et offres publiques obligatoires", *l.c.*, 231.

³¹ Voor een overzicht van de Belgische reglementering ter zake, zie J.-M. NELISSEN GRADE, *Vraagstukken van vennootschapsrecht*, Leuven, 1998, 57 e.v.

³² E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", *l.c.*, 89.

³³ *Cf. infra*, nr. 26.

Het is ook maar de vraag of een verplicht bod op alle resterende aandelen niet net de kans op misbruiken groter zal maken: naarmate de overname duurt³⁴ wordt, wordt ook de kans groter dat de controleverwerver zo snel mogelijk minstens een deel van wat hij betaald heeft zal willen (of zelfs moeten) recupereren uit de overgenomen vennootschap.³⁵ Zo worden via de biedplicht dus wel eventuele schendingen van de directe belangen van de actuele aandeelhouders bestreden, doch worden eventuele latere schendingen van het vennootschapsbelang van de overgenomen vennootschap onverlet gelaten. Men krijgt dan ook sterk de indruk dat de ganse reglementering van het gedwongen bod steunt op een visie waarbij eerder de vennootschap als eigendom van de (huidige) aandeelhouders dan de vennootschap als onderneming (met werknemers,...) centraal staat.³⁶ Wat er met andere *stakeholders* dan de aandeelhouders gebeurt doet er blijkbaar niet toe...

9. Een variatie op de in ons rechtssysteem bestaande biedplicht voor de controleverwerver, waarbij de verplichting om de minderheidsaandeelhouders een uitweg te bieden niet op de koper-controleverwerver maar op de *verkopende aandeelhouder(s)* wordt gelegd, wordt door sommige Amerikaanse auteurs bepleit.³⁷ Hun uitgangspunt is dat de verkopende (meerderheids)aandeelhouders en de bestuurders die hen vertegenwoordigen een (fiduciare) *duty of loyalty* hebben t.o.v. hun medeaandeelhouders, die hen verplicht de belangen van deze medeaandeelhouders te behartigen in die zin dat ze ervoor moeten zorgen dat de koper-controleverwerver ook de aandelen van de minderheidsaandeelhouders zal overnemen en dat deze minderheidsaandeelhouders ook 'hun deel' van een eventueel betaalde controlepremie zullen krijgen.

Ook in ons recht is een dergelijke constructie bepleit vóór de invoering van het Overnamebesluit. Ook de Bankcommissie³⁸ gaf de indruk deze oplossing genegen te zijn. Het bleek echter problematisch om in ons recht (dat fiduciare relaties niet kent) een rechtsgrond³⁹ te vinden voor een dergelijke constructie.

³⁴ Zie het voorbeeld sub nr. 15.

³⁵ H.-J. DE KLUIVER, "Voor het verplicht bod", *l.c.*, 256; E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", *l.c.*, 90.

³⁶ E. WYMEERSCH, *De regulering van overnamebiedingen in een rechtsvergelijkend perspectief...*, o.c., 55; W. VAN GERVEN, "De overneming van vennootschappen naar Belgisch recht. De rol van de Bankcommissie", in *Van vennootschappelijk belang. Opstellen aangeboden aan prof. J.M.M. Maeijer*, Zwolle, Tjeenk Willink, 1988, 48.

³⁷ W.D. ANDREWS, "The Stockholder's Right to equal Opportunity in the Sale of Shares", 78 *Harvard Law Review*, 1965, (505) 515-522; W.L. CARY en M.A. EISENBERG, *Cases and Materials on Corporations*, New York, UCS, 1988, 657 e.v.

³⁸ Bankcommissie, *Jaarverslag 1978-1979*, Brussel, 1979, 109; P.VAN OMMESLAGHE, "Les devoirs des administrateurs et des actionnaires prépondérants envers les actionnaires d'une société en cas de cession du contrôle de cette société, en droit belge et en droit comparé", *l.c.*, 1011 e.v.

³⁹ Zo meende bijvoorbeeld prof. J. Ronse een aanknopingspunt te kunnen vinden in een algemeen fiduciair beginsel dat ten gronde ligt aan art. 1993 B.W. (J. RONSE en K.VAN HULLE "Overzicht van rechtspraak vennootschappen", *T.P.R.* 1978, 932 e.v.)

2.2.2. Het gelijkheidsbeginsel

10. Er wordt in de context van het verplicht bod wel eens verwezen naar het gelijkheidsbeginsel, dat niet in enkel het publiekrecht, doch ook in privaatrechtelijke verhoudingen⁴⁰ diegene die zich in een machtspositie⁴¹ bevindt verplicht de aan zijn macht onderworpen personen gelijk te behandelen.⁴² Er wordt hem m.a.w. verboden gelijke situaties verschillend (of verschillende situaties gelijk) te behandelen, tenzij aan drie criteria is voldaan: er moeten voor de discriminatoire behandeling redelijk verantwoorde motieven bestaan, de ongelijke behandeling dient relevant of pertinent te zijn in functie van het nagestreefde doel en mag niet gebeuren op een manier die buiten proportie staat tot het beoogde doel.⁴³ Dit gelijkheidsbeginsel kan zo een beperking zijn van de principiële contractsvrijheid of andere rechten waarmee het in samenloop komt.

11. Het gelijkheidsbeginsel speelt een belangrijke rol in het interne⁴⁴ ⁴⁵ functioneren van vennootschappen, in die zin dat het vennootschapsorganen verbiedt de aandeelhouders ongelijk te behandelen op een manier die, ook rekening houdend met het belang van de vennootschap, niet redelijk verantwoord of disproportioneel is,⁴⁶ tenzij de wet dit toelaat.

⁴⁰ E. DIRIX, "Grondrechten en overeenkomsten", in K.RIMANQUE (ed.), *De toepasselijkheid van de grondrechten private verhoudingen*, Antwerpen, Kluwer, 1982, 49.

⁴¹ H. LAGA, "Het gelijkheidsbeginsel in het vennootschaps- en effectenrecht", *R.W.* 1991-1992, 1171; W. VAN GERVEN, "Beginselen van behoorlijk handelen", *R.W.* 1982-83, 972; volgens meerdere auteurs is een feitelijke machtspositie (van meerderheidsaandeelhouders...) echter onvoldoende om de plicht tot naleving van het gelijkheidsbeginsel te leiden, en bestaat deze plicht enkel voor de organen van de vennootschap, m.a.w. voor wie de machtspositie rechtstreeks steunt op de wet, zie bijvoorbeeld J.-M. NELISSEN GRADE, *Vraagstukken van vennootschapsrecht, o.c.*, 44.

⁴² W. VAN GERVEN, "Schets van een Belgisch Economisch Grondlagenrecht", *S.E.W.* 1971, 414; H. LAGA, "Het gelijkheidsbeginsel in het vennootschaps- en effectenrecht", *l.c.*, 1170.

⁴³ H. LAGA, "Het gelijkheidsbeginsel in het vennootschaps- en effectenrecht", *l.c.*, 1171; het betreft hier dezelfde criteria als diegene die het Arbitragehof hanteert bij de toetsing van wetgevende normen aan het gelijkheidsbeginsel (zie in verband hiermee A. ALEN, *Handboek van het Belgisch staatsrecht*, Antwerpen, Kluwer, 1995, nr. 308).

⁴⁴ In de Belgische Venn. W. vindt dit o.m. uitdrukking in de artikelen 71,72, 72ter, 48 §3, 52bis §1, ... Zie H. LAGA, "Het gelijkheidsbeginsel in het vennootschaps- en effectenrecht", *l.c.*, 1161 e.v.; L. SIMONT, "L'égalité entre les actionnaires de la société anonyme", *R.P.S.* 1997, 235 e.v.; D. VAN GERVEN, "De gelijkheid en gelijke behandeling van vennoten onder Belgisch recht", in H.-J. DE KLUIVER en J.WOUTERS (ed.), *Beginselen van vennootschapsrecht in binationaal perspectief. Vergelijkende beschouwingen naar Belgisch en Nederlands recht*, Antwerpen, Intersentia, 1998, 165 e.v..

⁴⁵ H. LAGA, "Het gelijkheidsbeginsel in het vennootschaps- en effectenrecht", *l.c.*, 1172 e.v.; K. GEENS, "De wijziging van controle...", 102; L. SIMONT "L'égalité entre les actionnaires de la société anonyme", *l.c.*, 243.

⁴⁶ J.-M. NELISSEN GRADE, *Vraagstukken van vennootschapsrecht, o.c.*, 43; L. SIMONT, "L'égalité entre les actionnaires de la société", *l.c.*, 243 ev.

12. Sommige auteurs gronden het verplicht bod op het gelijkheidsbeginsel⁴⁷: het gelijkheidsbeginsel behelst een recht op gelijke kansen voor alle aandeelhouders. Een openbaar overnamebod biedt hun allen een gelijke kans om te verkopen aan dezelfde voorwaarden; bij een private controleoverdracht wordt dit recht op gelijke kansen van de resterende aandeelhouders daarentegen geschonden, enerzijds omdat ze geen inspraak⁴⁸ hebben in veranderingen die belangrijke gevolgen kunnen hebben voor de toekomst van de vennootschap en anderzijds doordat ze niet dezelfde kans krijgen om te verkopen en ze, indien er een controlepremie is betaald, hierop niet dezelfde kans krijgen als de verkopende aandeelhouders.⁴⁹ Het verplicht bod dient dan als middel om de controleverwerver alsnog te verplichten deze gelijkheid van kansen te realiseren.

13. Toch is het niet correct het gelijkheidsbeginsel zo maar als “externe gedragsnorm” te transponeren naar de (toekomstige) verwerver van de controle over de vennootschap⁵⁰: hij is immers geen vennootschapsorgaan en bevindt zich ook niet in een positie van bovengeschiktheid ten aanzien van de (andere) aandeelhouders van de doelwitvennootschap. Dus dient men te besluiten dat de contractsvrijheid van de controleverwerver niet kan worden belemmerd door het gelijkheidsbeginsel ‘an sich’: dit laatste verbiedt hem niet om te contracteren met sommige aandeelhouders en met andere niet, verbiedt hem niet een controlepremie te betalen, en verplicht hem er ook, indien hij een controlepremie betaalt, niet toe deze aan te bieden aan alle aandeelhouders van de doelwitvennootschap. De verplichting een bod uit te brengen (onder dezelfde voorwaarden, dus met betaling van de controlepremie aan alle aandeelhouders) op alle resterende aandelen van de doelwitvennootschap bij verwerving van de controle hierover, kan dus niet worden gesteund op het

⁴⁷ N. BASUALDA, “Vers une harmonisation communautaire des offres publiques d’acquisitions”, *R.P.S.* 1990, nr.6551, 254; C. LEMPEREUR, “La commission bancaire et les cessions privées de participations de contrôle”, *R.P.S.* 1975, 129; A. PETITPIERRE-SAUVAIN, “L’égalité des actionnaires dans l’offre publique d’achat (OPA)”, *Rev.Dr.Aff.Int. (Fr.)*, 1991, (645) 648-649; K. HOPT, “European takeover regulation: Barriers to and Problems of Harmonizing Takeover Law in the European Community”, in K. HOPT en E. WYMEERSCH (ed.), *European Takeovers. Law and Practice, o.c.*, (165) 178.

⁴⁸ Wanneer er een openbaar bod is worden ze ook niet rechtstreeks om hun mening gevraagd, maar kunnen ze die wel impliciet te kennen geven door al dan niet te verkopen (en zo de vennootschap te verlaten).

⁴⁹ A. PETITPIERRE-SAUVAIN, “L’égalité des actionnaires dans l’offre publique d’achat (OPA)”, *l.c.*, (645) 648-649.

⁵⁰ K. GEENS, “Fusie of openbaar bod? Over de keuze van het overname-instrument en de bescherming van de betrokken belangen”, *Bank Fin.* 1990, (445) 448; K. GEENS, “De wijziging van controle...”, *l.c.*, 102; M. HUYS en G. KEUTGEN, “La cession de contrôle”, *Rev.Banque* 1974, 774 e.v.; P. VAN OMMESLAGHE, “Les devoirs des administrateurs et des actionnaires prépondérants envers les actionnaires d’une société en cas de cession du contrôle de cette société, en droit belge et en droit comparé”, *l.c.*, 1014; E. WYMEERSCH, “Verplicht overnamebod...”, *l.c.*, 89; J. MESTRE, “L’égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé)”, *Rev. Soc. (Fr.)*, 1989, 408; C.R.C. WIJCKERHELD BISDOM, “Bij de derde versie van hoofdstuk I van de Fusiegedragsregels”, *T.V.V.S. (NL)* 1975, 230.

gelijkheidsbeginsel. Enkel een wettelijke bepaling die dit uitdrukkelijk oplegt kan de principiële contractsvrijheid van de betrokken partijen beperken.⁵¹

Een vraag die zich opdringt wanneer de wetgever de plicht tot gelijke behandeling oplegt in situaties waar deze op basis van het gelijkheidsbeginsel op zich niet verplicht is, is of ook hier niet hetzelfde voorbehoud dient te worden gemaakt als met betrekking tot situaties waar het gelijkheidsbeginsel op zichzelf geldt, namelijk dat een ongelijke behandeling toegelaten moet zijn indien deze redelijk verantwoord is (in functie van een relevante doelstelling) en niet disproportioneel. Brengt een uitbreiding van de plicht tot gelijke behandeling met zich mee dat *ipso facto* ook de mogelijke uitzonderingen volgen? Of zou het misschien de bedoeling zijn dat deze wettelijke plicht tot gelijke behandeling een blinde en absolute gelijkheid nastreeft zonder enige tempering? Het is maar te hopen dat dit niet zo is: een al te absolute gelijke behandeling nastreven leidt immers net zozeer tot excessen als de afwezigheid van een plicht tot gelijke behandeling. De rechtspraak i.v.m. het gedwongen bod geeft echter, althans in België, de indruk deze gelijke behandeling toch wel zeer absoluut en ongetemperd te interpreteren...

2.2.3. Spreiding van de controlepremie

14. Ook de *prijs* of tegenprestatie waarop minderheidsaandeelhouders recht dienen te hebben in het kader van de controlewijziging en het verplicht bod is een centraal (en misschien wel het felst omstreden) discussiepunt, dat verwant is met beide voorgaande 'grondslagen' van de biedplicht. Deze vraag stelt zich meer bepaald bijzonder scherp wanneer de controleverwerver ter gelegenheid van de verwerving van de controle een zgn. controlepremie heeft betaald. Dit houdt in dat de verwerfer voor de aandelen die hem een controlerende positie in de doelwitvennootschap (kunnen) bezorgen een tegenprestatie heeft geleverd die (merkelijk) hoger is dan de "eigenlijke waarde" van de betrokken effecten op dat moment. Alle aandeelhouders zouden dan in gelijke mate recht dienen te hebben op deze eventueel door de verwerfer betaalde controlepremie.

Het betalen van dergelijke controlepremie komt zeer vaak voor wanneer de verwerfer anders dan via een openbaar bod een belangrijk pakket van de aandelen van de doelwitvennootschap wil verwerven. Hij kan tal van goede redenen hebben om deze werkwijze te verkiezen: een openbaar bod houdt altijd het risico in dat de beoogde participatie niet wordt bereikt, dat een tegenbod de prijs voor de verwerving optrekt, enz. ... Bij onderhandse verwerving van de controle zijn deze risico's veel beperkter. De verwerfer is

⁵¹ L. SIMONT "L'égalité entre les actionnaires de la société anonyme", *l.c.*, 251; H. LAGA, "Het gelijkheidsbeginsel in het vennootschaps- en effectenrecht", *l.c.*, 1176. Deze auteur besluit dan ook dat de biedplicht niet zozeer is ingegeven door de gelijke behandeling van aandeelhouders, maar eerder strekt tot bescherming van de (kleine) beleggers.

minstens zeker van het verwerven van de controle, aangezien de verkopende oude controleaandeelhouders eens ze hun aandelen hebben verkocht niet meer kunnen terugkomen op hun beslissing om hun aandelen alsnog aan een andere (meer biedende) kandidaat te verkopen.⁵² Maar net bij deze onderhandse verwerving stelt zich de vraag naar de controlepremie. Om de controle of minstens een mogelijk controlerend belang in de doelwitvennootschap te verwerven zal de kandidaat-overnemer zeer vaak verplicht zijn een of meer van de op dat moment grotere aandeelhouders in de doelwitvennootschap over de brug te halen om aan hem te verkopen. Die weten echter ook maar al te goed dat hun pakket aandelen de verwerfer misschien wel een controlerende machtspositie in de doelwitvennootschap zal kunnen opleveren en willen uiteraard een interessante tegenprestatie. M.a.w. zowel voor de kandidaat-controleverwerfer als voor de grote aandeelhouders van de doelwitvennootschap is de private controleoverdracht (met betaling van een controlepremie) vaak interessanter dan een openbaar bod.

15. Over de aanvaardbaarheid van dergelijke controlepremies bestaat heel wat controverse. De voorstanders van de biedplicht gaan er vaak van uit dat de controlepremie de prijs is die de koper betaalt voor de macht in de doelwitvennootschap. Omdat die een *corporate asset* is die "niet de eigendom is van de verkopende aandeelhouder(s)" mag de controlepremie niet uitsluitend aan deze verkopende aandeelhouder(s) toekomen, doch zou ze moeten worden verdeeld over alle aandeelhouders... Nochtans zijn zeer veel auteurs het erover eens dat de controlepremie niet zomaar een meerprijs is, maar de prijs die de verwerfer overheeft voor (of m.a.w. de waarde voor de verwerfer van) welbepaalde voordelen verbonden aan het verwerven van de controlepositie.⁵³ Deze voordelen hebben een eigen waarde voor de verwerfer (los van de waarde van de aandelen zelf die worden verworven) en dit staat in principe min of meer los van de omvang van het pakket dat bij die transactie wordt verworven; essentieel is dat het hem de controle oplevert, en daar betaalt de verwerfer een prijs voor. Indien men dit als uitgangspunt neemt, is het moeilijk om het verplicht bod te beschouwen als een noodzakelijk middel om de controlepremie te spreiden: aandelen die de controle niet (kunnen) opleveren hebben nu eenmaal niet dezelfde waarde voor de verwerfer, dus kan men moeilijk van hem verwachten of eisen dat hij aan minderheidsaandeelhouders bovenop de "normale" prijs nog zou betalen voor

⁵² E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", *l.c.*, 93.

⁵³ J.A. BOON, "Portée pratique et limite légale des cessions privées de contrôle", *Rev.dr.aff.int.* 1989, (391) 423; E. WYMEERSCH, "L'offre publique d'achat obligatoire", *l.c.*, 631; E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", *l.c.*, 90; R.W.A. HAMILTON, *Corporations*, St. Paul MN, Black Letter Series – West Publishing, 1992, 525; F.H. EASTERBROOK en D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law, o.c.*, 109 e.v.; R.J. GILSON, *The law and finance of corporate acquisitions, o.c.*, 588 e.v.

iets (m.n. de voordelen van een controlerende positie in de doelwitvennootschap) wat ze hem niet verschaffen.⁵⁴

Het spreekt voor zich dat de verplichting om dezelfde controlepremie te betalen aan alle andere aandeelhouders van de doelwitvennootschap de overname zeer duur maakt. Stel⁵⁵ dat vennootschap B vennootschap A wil overnemen, die 100 waard is. B krijgt x, controlerend aandeelhouder (met 40% van de aandelen van A) zover dat hij bereid is zijn aandelen te verkopen voor 60, m.a.w. de marktwaarde van zijn aandelen (40) plus een controlepremie van 20 (= 50% van de marktwaarde). Als B nu wordt verplicht een bod te richten op alle resterende aandelen (nog 60%) aan dezelfde voorwaarden, zal dit hem 60+30 extra kosten (gesteld dat alle aandeelhouders er op ingaan). Dit wil uiteindelijk dus zeggen dat hij 150 zal hebben betaald, terwijl de marktwaarde van A maar 100 was en terwijl hij eigenlijk maar 60 wou (en misschien ook niet meer dan 60 kon) betalen. Kandidaat-overnemers zullen wel twee keer nadenken of ze er wel aan zouden beginnen, en als ze het dan al doen zullen ze bijna nooit bereid zijn een al te grote controlepremie te betalen. Dit brengt verscheidene “*Law and Economics*”-auteurs ertoe te besluiten dat het geen goede zaak is een dergelijke reglementering te hebben die de minderheidsaandeelhouders toelaat ook een controlepremie te claimen: tal van mogelijke efficiënte overnames, die een goede zaak kunnen zijn voor het bedrijfsleven, worden zo onmogelijk gemaakt.⁵⁶

2.2.4. *Waarom zouden de aandeelhouders deze bescherming behoeven?*

16. Men kan zich vragen stellen bij deze “beschermzucht” t.o.v. de (minderheids) aandeelhouder als men rekening houdt met een basiskenmerk van aandeelhouderschap, namelijk dat het essentieel gaat om een belegging in risicokapitaal: net dit kenmerk maakt aandelen interessanter voor beleggers, want ze kunnen hierdoor een veel hoger rendement creëren, terwijl men toch op voorhand weet en aanvaardt dat men al wat men betaald heeft kan verliezen, maar niets meer. Eventuele toekomstige waardeverminderingen van hun aandelen die aandeelhouders kunnen ondervinden zijn in principe voor hun eigen rekening... Als men ermee rekening houdt dat veel kleine beleggers nauwelijks geïnteresseerd zijn in het recht op inspraak in en controle op het beleid van de vennootschap dat verbonden is aan hun effecten, doch louter in eventuele dividenden en de mogelijk te realiseren meerwaarde bij vervreemding van deze effecten, rijst de vraag naar de beschermingswaardigheid van deze beleggers op het moment van de

⁵⁴ P. HOMMELHOFF en D. KLEINDIEK, “Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht”, *l.c.*, (106) 108; A. HIRSCH en G. HERTIG, “Comments on Defensive Measures, the Regulation of Multinational Offerings and Mandatory Bids”, *l.c.*, (430) 440.

⁵⁵ Het spreekt voor zich dat dit voorbeeld fel gesimplificeerd is en de dingen vrij extreem voorstelt.

⁵⁶ Zie o.m. W.L. CARY en M.A. EISENBERG, *Cases and Materials on Corporations*, New York, UCS, 1988, 659 e.v.; F.H. EASTERBROOK en D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 1991, 126 e.v.

overdracht van controle toch wel zeer scherp.⁵⁷ Deze beschermingswaardigheid wordt immers in essentie gesteund op eventuele beleidswijzigingen tengevolge van de controleoverdracht en de mogelijk kleinere te realiseren meerwaarde of zelfs minderwaarde bij verkoop van de aandelen.

Het is ook zeer verwonderlijk dat aan deze beleggers-aandeelhouders deze ruime bescherming van het gedwongen overnamebod wel wordt geboden, terwijl de houders van niet stemgerechtigde effecten, wier gedrag en positie in feite niet zo fundamenteel verschillend is van deze van de kleine aandeelhouders waarvan sprake, op geen enkele manier aanspraak kunnen maken op een dergelijke bescherming,⁵⁸ hoewel de controlewijziging ook op hun situatie een invloed kan hebben (meer bepaald op de omvang van de uitgekeerde dividenden...).

17. Als de wetgever dan toch zo bekommerd is om het lot van de kleine aandeelhouders, is het toch wel vreemd dat hen geen enkele (of hoogstens een veel minder extreme) bescherming wordt geboden in tal van andere situaties waar hun positie nochtans heviger wijzigingen zou kunnen ondergaan. Welke bescherming is er bijvoorbeeld voor de kleine aandeelhouders van een overnemende vennootschap? Zij hebben de beslissing daartoe niet genomen. Het spreekt voor zich dat de overname hun positie - zeker als de vennootschap wordt verplicht een 100% -bod uit te brengen aan de hoogste betaalde prijs - wezenlijk kan beïnvloeden. Voor hen is het vaak ook (anders dan voor de aandeelhouders van de doelwitvennootschap) helemaal niet zeker of ze hun aandelen aan een goede prijs zullen kunnen verkopen als ze de vennootschap willen verlaten, aangezien de overnameactiviteit op de waarde van de effecten van de overnemer een negatief effect kan hebben⁵⁹... Ook in tal van andere situaties is er geen enkele sprake van een dergelijke bescherming van de minderheidsaandeelhouders (doelwijziging, fundamentele statutenwijzigingen, edm.). Als de wetgever zo bekommerd is om het lot van minderheidsaandeelhouders, waarom beperkt hij zich er dan toe in een welbepaalde situatie (de controlewijziging) de ruimst mogelijke bescherming te voorzien en tal van andere situaties onverlet te laten, in plaats van ook voor deze situaties beschermingstechnieken in te voeren kaderend in een globaal concept van minderheidsbescherming, waarin ook een centrale rol wordt toegekend aan het proportionaliteitsbeginsel?

⁵⁷ F. VANDERHOYDONCK., "Over art. 41 van het K.B. 8 november 1989", in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Openbaar bod en beschermingsconstructies, o.c.*, 139 e.v.

⁵⁸ Wat betreft de Belgische reglementering, zie art. 1, §3 van het Overnamebesluit van 8 november 1989 dat de regeling van dit besluit enkel toepasselijk verklaart op (rechten op) stemgerechtigde effecten (F. VANDERHOYDONCK., *l.c.*, 141)

⁵⁹ ROMANO, R., "A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation", in K. HOPT en E. WYMEERSCH (ed.), *European Takeovers. Law and Practice*, London, Butterworths, 1992, 6.

18. De afkeer tegenover het betalen van controlepremies is niet voldoende om een dergelijke ingrijpende maatregel als de biedplicht te schragen. Indien men in deze context pleit voor een gelijke behandeling dient hier hetzelfde voorbehoud worden gemaakt als m.b.t. het gelijkheidsbeginsel, zodat ook in deze context het proportionaliteitsbeginsel kan spelen ter matiging van een al te verregaand en absoluut gelijkheidsideaal.

2.3. Andere motieven?

19. Om meerdere redenen kan de bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de doelwitvennootschap niet dienen als een voldoende sterk argument ter rechtvaardiging van het gedwongen bod. Welke argumenten of motieven kunnen dan wel hebben geleid tot de invoering van de biedplicht, en bieden ze een voldoende grondslag daarvoor?

2.3.1. De facto bescherming van de oude controlerende aandeelhouders of het zittend bestuur? ⁶⁰

20. Het bizarre gevolg van de invoering van het gedwongen overnamebod, zoals gezegd hoofdzakelijk bedoeld ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de doelwitvennootschap, is dat de positie van de meerderheidsaandeelhouders van deze laatste voor de controleoverdracht fel wordt verstevigd. De kandidaat-overnemer zal immers doorgaans een onderhandse overdracht verkiezen boven een openbaar bod. Wil zijn poging slagen, dan zal hij vaak moeten pogen minstens een deel van de controlerende aandeelhouders te overhalen om aan hem te verkopen.

21. Overnemen is ook duur: een openbaar bod heeft vaak niet zo een grote slaagkansen en bij een private controleoverdracht is de kans echter reëel dat de vertrekkende aandeelhouders erin slagen een controlepremie te bekomen. In verschillende rechtsstelsels is dit zelfs niet nodig om de biedplicht te doen ontstaan. Als (bijna) iedere private controleoverdracht aanleiding geeft tot een verplicht 100% -bod, betekent dit een serieuze rem op de overnameactiviteit, zodat de controlerende aandeelhouders in een comfortabele positie zitten. Zij behouden zo het laatste woord over wat met de doelwitvennootschap gebeurt, en mocht door transacties buiten hun wil om een derde een controleparticipatie

⁶⁰ W. VAN GERVEN, "De overneming van vennootschappen naar Belgisch recht. De rol van de Bankcommissie", *l.c.*, 41; E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", *l.c.*, 93; A. HIRSCH EN G. HERTIG, "Comments on Defensive Measures, the Regulation of Multinational Offerings and Mandatory Bids", *l.c.*, (430) 436.

verwerven in de vennootschap, dan kunnen ze er toch nog uitstappen aan een goede prijs.⁶¹

2.3.2. Wat met het belang van de doelwitvennootschap?

22. Van het vennootschapsbelang bestaat geen algemeen aanvaarde omschrijving. Hoezeer de meningen omtrent dit vennootschapsbelang (en dan vooral omtrent de omvang van de in de balans op te nemen belangen) ook uiteenlopen, één aspect ervan staat nog amper ter discussie: het vennootschapsbelang is meer dan de loutere som van de actuele (financiële) individuele belangen van de huidige aandeelhouders.⁶² De ganse reglementering van het verplicht bod, evenals een groot deel van de discussies erover in doctrine en rechtspraak lijken in deze situatie enkel aandacht te (willen) hebben voor de belangen van de huidige aandeelhouders van de doelwitvennootschap en het ruimere vennootschapsbelang ervan uit het oog te verliezen. De ganse reglementering lijkt uitsluitend ter behartiging van de belangen van de aandeelhouders van de targetvennootschap geschreven te zijn, zonder al te veel aandacht voor andere belangen.

23. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de afwezigheid van een uitzonderingsregime voor reddingspogingen die worden ondernomen via onderhandse overdracht van de controle. Ook het feit dat doorgaans voor lief wordt genomen (of minstens verzwegen) dat een verplicht 100% bod de kans op misbruiken groter kan maken (*cf. supra*, nr. 7) wijst op een beperkte interesse voor het vennootschapsbelang van de *target*.

2.3.3. Hoort het verplicht bod eerder thuis in het groepsrecht of concernrecht?

24. Sommige Duitse auteurs⁶³, alsook prof. Wymeersch⁶⁴, stellen voor om de kwestie van het gedwongen overnamebod te situeren in het groepsrecht⁶⁵, i.p.v. in het vennootschapsrecht of financieel recht. Het centrale argument daarbij is dat de kans op beleidswijzigingen in de overgenomen vennootschap *wel* bestaat als ze wordt opgenomen in een groep van ondernemingen, anders

⁶¹ E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", *l.c.*, 93; E. WYMEERSCH, "L'offre publique d'achat obligatoire", *l.c.*, 634; E. WYMEERSCH, "The Mandatory Bid: A Critical View", in K. HOPT en E. WYMEERSCH (ed.), *European Takeovers. Law and Practice*, o.c., 362.

⁶² K. GEENS, "Het toegestaan kapitaal als afweermecanisme tegen overvallen: het wettig belang van de 'bieder' (CERUS) en vennootschapsbelang van de 'doelwitvennootschap' (GMB)", *T.R.V.* 1988, (133) 138.

⁶³ Zie o.a. P. HOMMELHOFF EN D.KLEINDIEK, "Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht", *l.c.*, 106.

⁶⁴ E. WYMEERSCH, "L'offre publique d'achat obligatoire", *l.c.*, (625) 639.

⁶⁵ Dat de voorrang geeft aan het ondernemingsbelang, eerder dan aan het belang van de aandeelhouders (E. WYMEERSCH, *De regulering van overnamebiedingen in een rechtsvergelijkend perspectief...*, o.c., 59)

dan bij overdracht van controleparticipaties tussen kleinere (familiale) holdings. De groep heeft immers een globaal (centraal gecoördineerd) beleid waarin de overgenomen vennootschap dan wordt ingepast, wat de nodige gevolgen heeft voor het beleid van deze vennootschap... Daarom stelt prof. Wymeersch⁶⁶ voor om de (toch wel erg ruime) bescherming van de minderheidsaandeelhouders via de biedplicht te reserveren voor situaties waar er (los van de gehanteerde overnametechniek) duidelijk een wijziging is op het vlak van de belangen die de controlehouder nastreeft. Gaat de controle over van de ene particulier naar een andere, dan zullen er niet echt wezenlijke beleidswijzigingen te verwachten zijn, omdat ze allebei min of meer dezelfde belangen en bedoelingen hebben. Hetzelfde kan worden gezegd wanneer de controle over de doelwitvennootschap wordt overgedragen van de ene moeder-vennootschap in een groep naar een andere, soortgelijke vennootschap. Wanneer de controle daarentegen overgaat van een (groep) particuliere aandeelhouder(s) naar een groep van ondernemingen, is de kans op wijzigingen in het beleid wel reëel, omdat de nieuwe controlehouder wel duidelijk doelstellingen nastreeft die verschillend zijn van die van de oude controlehouder, en het beleid van de doelwitvennootschap min of meer zal worden ingeschakeld in het beleid van de groep. In dat geval zou het gedwongen bod gemakkelijker kunnen worden verantwoord op grond van de minderheidsbescherming, mits de geboden bescherming, gelet op de omstandigheden, proportioneel is.⁶⁷

2.4. Besluit

25. De reglementering m.b.t. het verplicht bod reflecteert meerdere (onbewuste) keuzes aangaande overnames in het algemeen. Staat men *al dan niet afkerig tegenover acquisities* van ondernemingen? Tolereert men de private controleverwerving *als techniek* daartoe?⁶⁸ Beschouwt men de verwerving van de controle zuiver als verwerving van een pakket aandelen dat een controlerende machtspositie oplevert dan wel als de verwerving van de onderneming? Hoe staat men tegenover eventueel betaalde controlepremies? Welke visie en technieken heeft men m.b.t. de bescherming van minderheidsaandeelhouders? ...

⁶⁶ E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", *l.c.*, (85) 96; E. WYMEERSCH, "L'offre publique d'achat obligatoire", *l.c.*, (625) 638; E. WYMEERSCH, "The Mandatory Bid: A Critical View", in K. HOPT en E. WYMEERSCH (ed.), *European Takeovers. Law and Practice, o.c.*, (351) 365.

⁶⁷ E. WYMEERSCH, "Verplicht overnamebod...", *l.c.*, (85) 97.

⁶⁸ In het licht van deze vraag valt een verband op met de – ook niet onbetwiste – regel van het 100% -OOB: het gedwongen bod is er in zekere zin een complement van, in die zin dat een kandidaat-overnemer die niet alle effecten van de doelwitvennootschap kan of wil kopen niet aan deze 100% -regel kan ontsnappen door op een andere manier de controle te verwerven. Doet hij dat toch (en, voor de Belgische reglementering, betaalt hij daarbij – wat vrij vaak voorkomt – een controlepremie), dan zal hij door de overblijvende aandeelhouders tot de orde kunnen worden geroepen en genoodzaakt worden ze allen aan de zelfde prijs uit te kopen.

3. Opportuniteit van de vigerende Belgische wetgeving ter zake

3.1. Inleiding

26. De Belgische regeling van het verplicht overnamebod, neergelegd in artikel 41 van het zgn. overnamebesluit van 8 november 1989, kan als volgt worden samengevat:⁶⁹ wie anders dan via een regelmatig openbaar bod de feitelijke of juridische controle⁷⁰ verwerft over een vennootschap die een openbaar beroep doet of heeft gedaan op het spaarwezen ten gevolge van verrichtingen op stemverlenende effecten en daarbij een controlepremie heeft betaald, moet aan alle resterende aandeelhouders van de doelwitvennootschap aanbieden hun aandelen te kopen aan dezelfde voorwaarden. Dit neemt evenwel niet weg dat de Commissie voor Bank- en Financien ook wanneer er geen controlepremie wordt betaald kan aanbevelen een openbaar bod uit te brengen of de koers te handhaven.⁷¹ Ze kan deze aanbeveling publiceren als ze niet wordt nageleefd,⁷² kan gebruik maken van haar schorsingsbevoegdheid of kan eventueel de zaak aanhangig maken bij de voorzitter van de rechtbank van koophandel.⁷³

27. In de volgende paragrafen wordt (bondig) stilgestaan bij een beperkt aantal pijnpunten en onbeantwoorde vragen met betrekking tot de regeling van het Overnamebesluit die enigszins verband houden met de hoger besproken grondslagen van het verplicht bod.

⁶⁹ J.-P. BLUMBERG, "Aspects juridiques des acquisitions de sociétés en Belgique", in *Les acquisitions d'entreprises*, Fondation pour l'Etude du droit et des Usages du commerce International (ed.), Brussel, Larcier, 1992, (85) 134 e.v.; A. BRUYNEEL, *Les offres publiques d'acquisition...*, o.c., nr. 109 e.v.; K. GEENS, "De wijziging van controle...", *l.c.*, 114; J. HEENEN, "Conséquences juridiques du changement de contrôle d'une société par actions", in X.(ed.), *Mélanges Jean Pardon*, Brussel, Bruylant, 1996, 301-314; J.-M. NELISSEN GRADE, "Het openbaar bod en de beursoverval na het De Benedetti K.B.", *l.c.*, 69 e.v.; F. VANDERHOYDONCK, "Over art. 41 van het K.B. 8 november 1989", in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Openbaar bod en beschermingsconstructies*, o.c., 139; H. SWENNEN, *Financiële wetgeving*, Gent, Mys & Breesch, 1995, 94; E. WYMEERSCH, "Cession de contrôle et offres publiques obligatoires", *l.c.*, (151) 161.

⁷⁰ Dit is de feitelijke of juridische macht om een doorslaggevende invloed uit te oefenen op de benoeming van de meerderheid van de bestuurders of op de oriëntering van het beleid van de vennootschap. Over deze notie, zie J. WOUTERS, "Controle over vennootschap als regelgevend criterium", *T.R.V.* 1993, 109.

⁷¹ A. BRUYNEEL, *Les offres publiques d'acquisition...*, o.c., nr. 106; P. LAMBRECHT, "La protection des actionnaires minoritaires par le droit financier et les relations entre le actionnaires minoritaires et la Commission bancaire et financière. Enseignements du droit Anglo-Saxon", *Bank Fin.*, 1993, (149) 163.

⁷² Art. 40, lid 2, K.B. 8 november 1989.

⁷³ Art. 16 en 17 Wet 2 maart 1989.

3.2. De controlepremie als “trigger”

28. Het is uiterst merkwaardig dat de wetgever het betalen van een controlepremie beschouwt als een constitutieve voorwaarde voor de biedplicht.⁷⁴ Als effectief het beschermen van de minderheid en, ruimer, het vrijwaren van het vertrouwen van het publiek in de financiële markten centrale bekommernissen zijn,⁷⁵ waarom dan deze voorwaarde? Indien de controle is gewijzigd zonder betaling van een controlepremie is de mogelijkheid van een wijziging van het beleid of eventuele misbruiken door de verwerver van de controle immers even reëel. Waarom krijgen de minderheidsaandeelhouders daar dan niet een uitweg aangeboden in de vorm van een verplicht bod?

M.a.w. indien de hoofdbekommernis van de wetgever was de minderheidsaandeelhouders (en zo ook het vertrouwen van het publiek...) te beschermen is het onbegrijpelijk dat er in principe geen sprake van een verplicht bod kan zijn indien niet kan worden bewezen (wat niet altijd evident zal zijn, zie nr. 29) dat er een controlepremie is betaald.

Dit doet dan ook vermoeden dat het doel vooral was de controlepremie te delen: anders is er immers geen verplicht bod.

29. Een bijkomende complicatie is het vaststellen van de eventuele aanwezigheid van een controlepremie, zeker als de controle geleidelijk werd verworven⁷⁶: hoe moet immers worden bepaald of de betaalde prijs een controlepremie inhoudt en, indien dat zo is, hoe groot deze is?

30. Impliciet sluit de wetgever de *verwerving ter beurs* uit van het toepassingsgebied van het gedwongen bod, door de beurskoers als uitgangspunt te nemen voor de berekening van de eventuele controlepremie⁷⁷. De onderliggende gedachte is blijkbaar dat ook de andere aandeelhouders aan die koers konden verkopen en er dus in die omstandigheden geen reden tot bescherming is... Nochtans is de kans eerder klein dat dit in de praktijk ook zo is. De evolutie van de beursprijs reflecteert immers de verhouding tussen vraag naar en aanbod van een bepaald effect.⁷⁸ Het is dan ook vrij waarschijnlijk dat de vraag naar het aandeel van de doelwitvennootschap zal afnemen nadat de controle erover is verworven, terwijl het aanbod even groot blijft of misschien wel stijgt, zodat de beurskoers waarschijnlijk vrij snel zal dalen. De facto zullen de minderheidsaandeelhouders dus niet aan gelijkaardige voorwaarden kunnen verkopen wanneer de controle aan of onder de beurskoers wordt

⁷⁴ E. WYMEERSCH, “Cession de contrôle et offres publiques obligatoires”, *R.P.S.*, 1991, 191; F. VANDERHOYDONCK., “Over art. 41 van het K.B. 8 november 1989”, *l.c.*, 142 e.v.

⁷⁵ art. 15 § 1 Transparantiewet (W. 2 maart 1989).

⁷⁶ K. GEENS, “De wijziging van controle ...”, *l.c.*, 114 e.v.

⁷⁷ E. WYMEERSCH, “Verplicht overnamebod. Een kritische ontleding”, *l.c.*, 87.

⁷⁸ F. VANDERHOYDONCK., “Over art. 41 van het K.B. 8 november 1989”, *l.c.*, 141.

verworven. Het is dan ook eigenaardig dat de wetgever in die hypothese geen bescherming van de minderheid - in de vorm van een verplicht bod - voorzagt, tenzij dan eventueel op grond van een tussenkomst van de Commissie voor Bank- en Financieuzen.⁷⁹

Anderzijds is het ook zo dat aandeelhouders die bij verwerving ter beurs niet hebben verkocht op het moment dat de koers gestegen was - wat normaal gebeurt, aangezien tijdens de verwerving de prijs zal stijgen t.g.v. de toegenomen vraag - zelf het risico hebben genomen om niet te verkopen op een opportuun moment; de wijziging van de controle is hier immers, in tegenstelling tot de situatie van controlewijziging ten gevolge van private overdracht, waarschijnlijk minder 'achter hun rug' gebeurd. Dat ze niet reageerden op de 'signalen' van wat er aan de hand was is dan voor hun eigen rekening...

3.3. Hoe interpreteert de rechtspraak de "grondslagen" van het verplichte bod?

31. Sinds het befaamde arrest van het Hof van Cassatie in de *Wagons-Lits* - zaak⁸⁰ is het vaste rechtspraak⁸¹ geworden dat de minderheidsaandeelhouders uit art. 41 van het Overnamebesluit een *subjectief recht*⁸² putten, waartoe de tussenkomst van de Commissie voor Bank- en Financieuzen niet constitutief is (doch slechts declaratief). Dit subjectief recht raakt volgens het Hof van Cassatie zelfs aan de *openbare orde*⁸³, zodat iedere verzaking eraan absoluut nietig is.

De vaststelling dat het gaat om een subjectief recht ligt volledig in de lijn van de rechtspraak van het Hof van Cassatie (en andere rechtscolleges) ter zake.⁸⁴

Gelet op het voorgaande is het echter moeilijk te accepteren dat de biedplicht zou raken aan de openbare orde. Dit wordt geground op het feit dat het gedwongen bod niet louter strekt tot de bescherming van de individuele belangen van de aandeelhouders van de overgenomen vennootschap, maar tot vrijwaring van (een deelaspect van) de openbare orde, meer bepaald het vertrouwen van het publiek in - en bijgevolg ook het goede functioneren van - de financiële markten. Dit zou eventueel nog kunnen worden aanvaard wanneer effectief de bescherming van de minderheid (in de vorm van een

⁷⁹ Cf. *supra*, noot 71.

⁸⁰ Cass. 10 maart 1994, *Pas.* 1994, I, 237; *Arr. Cass.* 1994, 236; *J.T.* 1994, 419; *Bank Fin.* 1994, 528, noot A. BRUYNEEL; *Rec. Cass.*, 1994, 278, noot T. DENYS en D. MEULEMANS; *R.W.* 1994-95, 431; *T.B.H.* 1995, 15, noot F. GLANSDORFF.

⁸¹ Zie in navolging van dit cassatiearrest o.m. Kh. Mechelen 23 januari 1998, *T.R.V.* 1998, 101.

⁸² in de zin van art. 144 G.W., zodat ze de naleving van de verbintenis (*in casu* de biedplicht op grond van art. 41 Overnamebesluit) van de controleverwerver waarvan dit subjectief recht het correlaat is kunnen afdwingen voor de burgerlijke rechter.

⁸³ H. LAGA, "Het cassatiearrest van 10 maart 1994 inzake Wagons-Lits en het verplicht openbaar bod (art. 41 KB van 8 november 1989)", *T.R.V.* 1995, (184) 191; F. MOURLON BEERNAERT "La querelle des anciens et des modernes. à propos de l'affaire Wagons-Lits", *D.A.O.R.* 1994, 58 e.v.

⁸⁴ H. LAGA, "Het cassatiearrest van 10 maart 1994...", *l.c.*, 186.

uitstaprecht) echt een centrale bekommernis van de wetgever zou zijn,⁸⁵ maar niet wanneer het in wezen gaat om het recht de controlepremie op te eisen...

32. De ruime jurisprudentiële interpretatie van de grondslagen van het gedwongen bod, in het bijzonder de gelijke behandeling van aandeelhouders, beperkt noodzakelijkerwijze *de bevoegdheid van de Commissie voor Bank- en Financieuzen om een afwijking op de biedplicht toe te staan*. Ze kan dit op grond van het algemene art. 15 §3 van de Transparantiewet, dat niet buiten toepassing is verklaard in het kader van het gedwongen bod. De wetgever stelt geen expliciete grenzen aan deze afwijkingsbevoegdheid in het kader van het gedwongen bod. De Commissie voor Bank- en Financieuzen heeft hierin dus een beleidsvrijheid,⁸⁶ die echter (zoals iedere discretionaire bevoegdheid) op een zodanige manier dient te worden gebruikt dat het normdoel van het gedwongen bod niet in het gedrang komt (zgn. doelgebonden discretionaire bevoegdheid). Wordt dit normdoel, en meer bepaald het element minderheidsbescherming en gelijke behandeling, echter al te ruim geïnterpreteerd, dan is het nog moeilijk om situaties te bedenken waar de minderheidsaandeelhouders een eventuele ontheffing van de biedplicht door de Bankcommissie niet ongedaan zouden kunnen maken. Het gaat hier om een beslissing waar de Bankcommissie als administratieve overheid - binnen de grenzen van de objectieven van de Transparantiewet en het Overnamebesluit - een beoordelingsmarge heeft, zodat in principe de administratieve rechtscolleges bevoegd zijn; staat de Bankcommissie een afwijking toe dan is er immers geen sprake van een subjectief recht in hoofde van de minderheidsaandeelhouders van de overgenomen vennootschap.⁸⁷ Als de minderheidsaandeelhouders de burgerlijke rechter vatten, dan zal de controleverwerper hen de beslissing tot ontheffing tegenwerpen, waartegen de minderheidsaandeelhouders dan de exceptie van illegaliteit⁸⁸ zullen opwerpen.⁸⁹ Aangezien de rechtspraak het normdoel van de reglementering zeer specifiek “minderheidsvriendelijk” interpreteert is de kans reëel dat deze exceptie zal slagen... Immers, als de rechtspraak uitgaat van een zeer strikte (ruime en ongetemperde) gelijke behandeling als grondslag en doel van het verplichte bod, en het gedwongen bod als noodzakelijke voorwaarde beschouwt voor het realiseren van deze doelstelling, dan zal iedere afwijking⁹⁰ ervan dus noodzakelijkerwijs (door het ‘noodzakelijke’ middel ter verwezenlijking van de gelijke behandeling buiten toepassing te verklaren) niet deze gelijke behandeling opleveren, waardoor de Bankcommissie dan de wettelijke grenzen van haar bevoegdheid - namelijk de bekommernis van gelijke behandeling als normdoel van de biedplicht - te

⁸⁵ Zoals hoger beargumenteerd, valt daar in de huidige stand van de wetgeving wel aan te twijfelen.

⁸⁶ Dus moet ze in principe rekening kunnen houden met de eigen elementen van iedere zaak, zoals bijvoorbeeld het feit dat het gaat om een reddingspoging; ...

⁸⁷ H. LAGA, “Het cassatiearrest van 10 maart 1994 ...”, *l.c.*, 188.

⁸⁸ Art. 159 G.W.

⁸⁹ H. LAGA, “Het cassatiearrest van 10 maart 1994 ...”, *l.c.*, 189.

⁹⁰ Wat impliceert dat eigenlijk was voldaan aan de toepassingsvoorwaarden.

buiten gaan... Geen afwijking is dan nog mogelijk, en niets staat nog in de weg aan een excessieve en blinde, vaak onbillijke, gelijke behandeling.

Dit bleek o.a. in de PCB-zaak.⁹¹ De Commissie voor Bank- en Financieuzen⁹² stond daar (weliswaar volgens de rechter te laat) een afwijking van de biedplicht toe, omdat de (indirecte) controleverwerving kaderde in een poging om de ‘zieke’ farmaceuticaproducent PCB te redden. De rechter bekritiseerde deze vrijstelling ook inhoudelijk, door erop te wijzen dat zulke afwijking maar mogelijk is als de (ongetemperde) gelijke behandeling toch in acht is genomen. Het lijkt, gelet op het voorgaande, vrij moeilijk zulke situaties te bedenken...

33. In deze zelfde zaak bleek ook duidelijk hoe de (mogelijke) verplichting van een bod aan de hoogste betaalde prijs leidt tot hevige *speculatie*⁹³ op het aandeel van de doelwitvennootschap. Dit is een noodzakelijk gevolg van de koppeling van het subjectief recht op grond van art. 41 Overnamebesluit aan de aandelen en niet aan de aandeelhouders. Als effectief de voornaamste bekommernis erin bestaat de minderheidsaandeelhouders een ‘uitweg’ te bieden uit de vennootschap waarvan de controle wijzigt, wat (expliciet) wel als voldoende grond werd beschouwd om de biedplicht van openbare orde te achten, dan dient het *subjectief recht* om te verkopen (aan dezelfde voorwaarden) - anders dan wat principieel het geval is met rechten van aandeelhouders - verbonden te zijn aan de *aandeelhouders* op dat moment, en niet aan de aandelen. Immers, wie pas later de aandelen kocht wist dat hij in een vennootschap terecht kwam die werd gecontroleerd door de verwerfer van de controle, en heeft dus hoegenaamd geen reden om beschermd te worden (in de vorm van een verplicht bod) tegen eventuele wijzigingen van het beleid of mogelijke misbruiken. Speculatie op de controlepremie mag niet wettelijk worden gehonoreerd, zeker niet als de grondslag voor deze reglementering (en de basis voor het Hof van Cassatie om te besluiten tot het openbare orde karakter ervan) is gelegen in de “goede werking van de financiële markten”.⁹⁴ Problematisch evenwel is dat het praktisch gezien quasi onmogelijk is te achterhalen en bewijzen wie aandeelhouder was op het moment van de controlewijziging, en dat dit probleem dus niet zo eenvoudig is op te lossen.

⁹¹ Kh. Brussel 10 juni 1996, onuitg.

⁹² C.B.F., *Jaarverslag 1993-94*, Brussel, 1994.

⁹³ Waar in februari 1993 nog een beurskoers van 117 BEF / aandeel werd opgetekend (*Financieel Economische Tijd*, 11 februari 1993) steeg deze in de periode rond het opstarten van de procedure tot 310 BEF / aandeel (*Financieel Economische Tijd*, 9 december 1993). Na de uitspraak (op 10 juni 1996) steeg de koers zelfs van 297 tot 700 BEF / aandeel (*Financieel Economische Tijd*, 15 juni 1996).

⁹⁴ Art. 15, §1 Transparantiewet.

4. Conclusie

34. De expliciete motieven vóór de biedplicht na controleverwerving anders dan via een openbaar bod deugen *niet helemaal om een dergelijke drastische maatregel te rechtvaardigen*, zeker niet als die op een zo algemene wijze wordt voorgeschreven; geen enkel van deze argumenten is voldoende sterk om categoriek, zonder al te veel oog voor de concrete omstandigheden die verschillen van geval tot geval, de balans van belangenafweging eigen aan de proportionaliteitsbeginsels die een algemeen rechtsbeginsel van de Belgische en Europese rechtsorden uitmaakt, te doen overhellen ten voordele van deze verregaande ingreep in de principiële contractsvrijheid van de betrokken partijen.

Aansluitend bij het vorige kan men toch niet buiten de vaststelling dat het *proportionaliteitsbeginsel doorgaans amper ter sprake komt* in het discours omtrent het gedwongen overnamebod. Het ware beter dit beginsel ook hier ten volle te laten spelen, onder meer door een reële afwijkingsmogelijkheid op de biedplicht in de reglementering in te schrijven.

In zoverre een beroep wordt gedaan op de *bescherming van de belangen van de minderheidsaandeelhouders van de doelwitvennootschap*, dringen vier opmerkingen zich op. 1° Wil men ervoor zorgen dat minderheidsaandeelhouders niet tegen hun wil mogelijke beleidswijzigingen dienen te ondergaan, waarom beperkt men het “uitstaprecht” dan tot de situatie van controlewijziging? 2° Vreest men misbruiken door de nieuwe controlehouder, waartegen het gemeen vennootschapsrecht onvoldoende bescherming zou bieden, is het dan niet beter de wapens tegen alle misbruiken uit te breiden in plaats van in deze ene situatie a priori de meest drastisch denkbare sanctie op te leggen? 3° Dient, wat betreft de gelijke behandeling op het vlak van de kans te verkopen en een controlepremie te ontvangen, het proportionaliteitsbeginsel geen tegengewicht te vormen voor een gelijkheidsideaal dat voor haast geen enkele andere materie op een zo rigide en absolute manier wordt geformuleerd? 4° Waarom zouden alle aandeelhouders überhaupt moeten kunnen aanspraak maken op een controlepremie?

Een reglementering die een openbaar bod oplegt bij private controleverwerving maakt acquisities waarbij wordt gekozen voor deze techniek veel duurder, en misschien is dat ook wel de bedoeling. Is de afkeer tegenover (minstens deze techniek van) acquisities die impliciet kan blijken uit dergelijke reglementeringen echter wel verantwoord? De overgang van de controle is op korte of langere termijn immers minstens voor een deel van de betrokkenen en vaak ook voor de overgenomen onderneming zelf een goede zaak. Waarom dan deze angst voor verandering?

Het voorgaande neemt niet weg dat er situaties kunnen zijn waar, gelet op de concrete omstandigheden, een gedwongen bod redelijk te verantwoorden en proportioneel is. Daarbij dient dan wel met het volgende rekening gehouden te

worden. Het verdient de aanbeveling dat het gedwongen bod, net omwille van zijn radicaal en verregaand karakter, een uitzonderlijke maatregel is voor uitzonderlijke gevallen. Ook de rechtspraak zou het bij voorkeur als dusdanig moeten behandelen - wat nu, vanuit een al te genereuze bekommernis om het lot van de minderheidsaandeelhouders en een wat te grote antipathie tegenover overnemers, niet bepaald het geval is - ook en zeker wanneer voor hen een afwijking ter discussie staat die door de bevoegde overheid is toegestaan. Deze afwijkingsbevoegdheid is immers een essentiële voorwaarde voor een redelijk en behoedzaam “gebruik” van de biedplicht.