

INHOUD	Blz.
VOORWOORD	17
DANKWOORD	21
LIJST MET AFKORTINGEN	25
INLEIDING	29
Probleemstelling en onderzoeksvragen	29
Opbouw en methode van het onderzoek	30
DEEL I. PROPORTIONALITEIT VAN STEMRECHT EN RISICO IN HET BELGISCH RECHT	33
INLEIDING	33
HOOFDSTUK I. HET VERBOD OM AANDELEN MET DISPROPORTIONEEL STEMRECHT UIT TE GEVEN : DE REGEL “ÉÉN AANDEEL, ÉÉN STEM”	34
Inleiding	34
Afdeling I. Historische evolutie	35
§ 1. Voorafgaand aan 1934 : de Vennootschapswet van 1873	35
§ 2. Het KB nr. 26 van 31 oktober 1934	41
§ 3. Evolutie na 1934	44
Afdeling II. Onnauwkeurige formulering en mogelijkheden tot statutaire afwijking van de regel “één aandeel, één stem”	45
§ 1. Aandelen met ongelijke waarde	45
§ 2. Inbreng in het kapitaal : de losse band tussen inbreng en waardebepaling	47
A. Kapitaalvertegenwoordigende waarde, inbrengwaarde en intrinsieke waarde	47
B. De verhouding tussen kapitaalvertegenwoordigende waarde en inbrengwaarde bij kapitaalbewegingen en kapitaalaflossing	50
1. Interne kapitaalverhoging	51
2. Reële kapitaalvermindering	53
3. Formele kapitaalvermindering (art. 614 W.Venn.)	53
4. Kapitaalaflossing en bewijzen van deelgerechtigdheid (art. 615 W.Venn.)	54

C. De wijziging van de kapitaalvertegenwoordigende waarde los van de inbrengwaarde	59
1. Kapitaalverhoging met uitgifte van aandelen zonder nominale waarde beneden pari (art. 582 W.Venn.)	59
2. De wijziging van de rechten verbonden aan effecten (art. 560 W.Venn.)	66
§ 3. De inbreng buiten kapitaal	67
A. Winstbewijzen	68
B. Uitgiftepremie	77
§ 4. Niet-volgestorte aandelen	81
A. Stemrecht	81
B. Vermogensrechten	84
§ 5. De tijdsdimensie	86
A. Vermogensrechten	86
B. Stemrecht	88
§ 6. Onderaandelen	90
§ 7. Aandelen zonder stemrecht	94
§ 8. Aandelen met meervoudig stemrecht	97
Besluit	99
HOOFDSTUK II. HET VERBOD OM HET STEMRECHT LOS VAN HET AANDEEL OVER TE DRAGEN	104
Inleiding	104
Afdeling I. Historische evolutie	105
§ 1. De Vennootschapswet van 1873	105
§ 2. Het KB nr. 26 van 31 oktober 1934	106
§ 3. Het Groot Ontwerp nr. 378	107
§ 4. De Wetten van 18 juli 1991 en 13 april 1995	108
§ 5. De Wet van 14 december 2005	109
Afdeling II. Beperkingen van de strafbepaling en mogelijkheden tot contractuele omzeiling van de stembepaling en de regel “één aandeel, één stem”	110
§ 1. De beperkingen van de strafbepaling	110
§ 2. Autonome overdracht van stemrecht ?	113
§ 3. Overeenkomsten van gemeen recht	118
A. Overeenkomsten met vestiging van een beperkt zakelijk recht	118
1. Vruchtgebruik	119
2. Pand	123
B. Overeenkomsten met zuiver verbintenisrechtelijke werking	125
C. Overeenkomsten van tijdelijke of anderszins gemodaliseerde eigendomsoverdracht	126
D. Gemeenrechtelijke waarborgen tegen contractuele omzeiling	128

§ 4. Stemvolmacht	129
§ 5. Stemovereenkomsten	138
§ 6. Stemmenkoop	142
§ 7. Holding	146
Besluit	151
HOOFDSTUK III. HET VERBOD OM HET ECONOMISCH RISICO VAN HET AANDEEL OVER TE DRAGEN	153
Inleiding	153
Afdeling I. Art. 32 W.Venn. als uitdrukking van proportionaliteit van stemrecht en risico	155
Afdeling II. Historische evolutie	165
§ 1. Het Burgerlijk Wetboek van 1804	165
§ 2. Evolutie na 1804	167
Afdeling III. Analyse van de tekortkomingen van art. 32 W.Venn. als uitdrukking van proportionaliteit van stemrecht en risico	174
§ 1. Art. 32 W.Venn. verbiedt niet elke disproportionaliteit	174
§ 2. Art. 32 W.Venn. verbiedt slechts verlies in hoofde van de vennoot	175
§ 3. De tijdsdimensie	179
§ 4. Relevantie van compensatie van verliesvrijstelling door lagere winstdeelname	182
§ 5. Art. 32 W.Venn. verbiedt niet verliesvrijstelling door een derde	184
§ 6. Wettelijk erkende uitzonderingen	186
A. Croupier	186
B. Certificering	190
C. Cessie-retrocessie	193
D. Derivaten	193
Besluit	194
HOOFDSTUK IV. SCHORSING EN AFSTAND VAN STEMRECHT	195
Inleiding	195
Afdeling I. Schorsing van stemrecht	195
§ 1. Wettelijke schorsing van stemrecht	195
A. Volstorting van aandelen	196
B. Onverdeeldheid	196
C. Autocontrole	197
D. Transparantie	199
E. Andere schorsingsgronden	201
§ 2. Statutaire schorsing van stemrecht	201

Afdeling II. Verzaking aan stemrecht	202
Besluit	203
BESLUIT BIJ HET EERSTE DEEL	205
DEEL II. EFFICIËNTIE VAN PROPORTIONALITEIT VAN STEMRECHT EN RISICO	207
INLEIDING EN ONDERZOEKSMETHODE	207
§ 1. Tekortkomingen van de klassieke politiek-filosofische benadering	208
A. Aandeelhoudersdemocratie	208
B. Billijkheid of gelijkheid	212
§ 2. Verantwoording van de (keuze voor een) rechtseconomische benadering	214
A. Aandeelhouderswaarde	215
B. Efficiëntie	218
Besluit	219
HOOFDSTUK I. SITUERING IN DE ECONOMISCHE THEORIE OMTRENT DE VENNOOTSCHAP	220
Inleiding	220
Afdeling I. De klassieke theorie	224
§ 1. Transactiekosten	224
§ 2. Agency-kosten	225
Afdeling II. Kritiek op (de uitgangspunten van) de theorie	232
§ 1. Premisse van postconcurrente schuldeisers	233
§ 2. Premisse van homogene preferenties	234
§ 3. Premisse van symmetrische informatie	237
Besluit	238
HOOFDSTUK II. VERANTWOORDING VOOR EEN DWINGEND BEGINSSEL	242
Inleiding	242
Afdeling I. Argumenten voor dwingend recht	244
§ 1. De contractsvrijheid als uitgangspunt	244

§ 2. Grenzen van de contractsvrijheid	247
A. Asymmetrische informatie	247
B. Externe effecten	250
C. Opportunisme ex post	251
1. Onderscheid tussen situatie ex ante en ex post	252
2. Het stemproces als surrogaat voor het prijsmechanisme	253
3. Tekortkomingen van marktwerking	256
D. Transactiekosten	260
Afdeling II. Argumenten voor internationale harmonisatie	261
§ 1. Algemeen	261
§ 2. Vergelijking VS en EU	263
Besluit	267
HOOFDSTUK III. EFFICIËNTIE VAN STATUTAIRE EN EXTRASTATUTAIRE AFWIJINGEN	270
Inleiding	270
Afdeling I. Impact op controlewijzigingen	271
§ 1. Situatie met één bidder en verspreide aandeelhouders : free rider-probleem	272
§ 2. Situatie met (effectieve concurrentie tussen) twee of meer bidders	278
§ 3. Situatie met een controlerende aandeelhouder : vrijwillige controle-overdracht	282
Afdeling II. Impact op de bedrijfsvoering	285
§ 1. Direct effect van de eigendoms- en controlestructuur : belangendivergentie	285
§ 2. Indirect effect van de eigendoms- en controlestructuur : betwistbare controle	291
Afdeling III. Impact op de (keuze van) aandeelhoudersstructuur	295
Besluit	299
HOOFDSTUK IV. EMPIRISCHE STUDIES	301
Inleiding	301
Afdeling I. De marktwaarde van publiek verspreide aandelen	303
§ 1. Statutaire afwijkingen	303
§ 2. Extrastatutaire afwijkingen	305
Afdeling II. De waarde van private voordelen van controle	306
Besluit	307
BESLUIT BIJ HET TWEEDE DEEL	310

DEEL III. PROPORTIONALITEIT VAN STEMRECHT EN RISICO ONDER INVLOED VAN HET EUROPEES RECHT	313
INLEIDING	313
HOOFDSTUK I. KLASSIEKE AFWIJINGEN	315
Inleiding	315
Afdeling I. Verbod of beperking van klassieke afwijkingen	315
§ 1. De voorstellen voor een Vijfde en Negende Richtlijn	315
A. Vijfde Richtlijn	315
B. Negende Richtlijn	317
§ 2. De Overnamerichtlijn	319
A. De doorbraakregel	319
1. Achtergrond en ratio van de doorbraakregel	319
2. Art. 11 Overnamerichtlijn	322
3. Tekortkomingen van de doorbraakregel in art. 11 Overnamerichtlijn	324
a. Toepassingsgebied	324
b. Toepassingsdrempel	328
c. Compensatie	331
d. Facultatief karakter	332
e. Beperking tot overnamecontext	333
B. Verplicht bod	333
1. De ratio van het verplicht bod	334
2. De gelijkenissen en verschillen tussen verplicht bod en 1S1V	335
3. Tekortkomingen van het verplicht bod	338
a. Statutaire afwijkingen	338
i. Aandelensoorten	338
ii. Stembeperingen	341
b. Extrastatutaire afwijkingen	342
i. Stemovereenkomsten	342
ii. Piramides	344
iii. Certificering	346
iv. Aandelenderivaten	347
c. Overgangsregeling en vrijstellingen van biedplicht	348
§ 3. Actieplan vennootschapsrecht 2003	351
A. Achtergrond	351
B. Argumenten voor een algemeen 1S1V	353
1. Andere vormen van herstructurering	353
2. Rechtszekerheid	354
3. Actieve aandeelhoudersparticipatie	356
C. Complementaire strategie : focus op institutionele beleggers	358

§ 4. De golden shares rechtspraak van het Europees Hof van Justitie	360
A. Achtergrond	361
B. Verdragsbasis : kapitaalverkeer en/of vestigingsvrijheid ?	363
C. Acquis van de rechtspraak inzake golden shares	367
D. Doorwerking in horizontale, privaatrechtelijke verhoudingen ?	369
Afdeling II. Transparantie	374
§ 1. Informatieverplichtingen van (genoteerde) vennootschappen	375
A. Huidig recht	375
B. Voorstellen tot hervorming	376
§ 2. Informatieverplichtingen van houders van belangrijke deelnemingen	378
A. Huidig recht	378
1. Aandelensoorten met disproportioneel stemrecht	378
a. Transparantie per aandelensoort	378
b. Transparantie van kapitaalbelang	380
2. Andere statutaire afwijkingen	382
3. Extrastatutaire afwijkingen	382
B. Voorstellen tot hervorming	387
Besluit. Grenzen van harmonisatie	388
§ 1. Grenzen van positieve harmonisatie : subsidiariteit en proportionaliteit	388
§ 2. Grenzen van negatieve harmonisatie	392
HOOFDSTUK II. EMPTY VOTING	394
Inleiding	394
§ 1. Definitie van empty voting	394
§ 2. Technieken van empty voting	395
A. Stock lending	395
B. Hedging	397
C. Record date capture	400
§ 3. Gevaren van empty voting	402
Afdeling I. Transparantie	406
§ 1. Transparantierichtlijn	406
A. Huidig recht	406
1. Aandelenlening	406
2. Aandelenderivaten	409
B. Voorstellen tot hervorming	412
1. Intentiemelding	413
2. Verhoogde transparantie rond de algemene vergadering	417
3. Transparantie van (bruto) economische posities	418
§ 2. Richtlijn Marktmissbruik	420
§ 3. Overnamerichtlijn	421
§ 4. Verordening betreffende short selling	424

Afdeling II. Verbod of beperking van empty voting	426
§ 1. Gemeenrechtelijke remedies	428
A. Stemmenkoop	428
B. Leonijns beding	430
C. Wetsontduiking	430
D. Misbruik van stemrecht	432
§ 2. Verbod of beperking van stock lending en/of short selling	438
A. Stock lending	439
B. Short selling	442
§ 3. Verbod of beperking van stemrecht in de mate dat dit het economisch belang overstijgt	446
A. Stemverbod in het kader van wettelijke belangenconflictenregeling	447
B. Statutaire schorsing of beperking van stemrecht	450
C. Toekenning van stemrecht aan aandelenderivaten ?	452
§ 4. De registratiedatum	453
A. Wachttermijn	454
B. Verschuiving van de registratiedatum	456
C. Vervanging van de registratiedatum	459
§ 5. De Richtlijn Marktmissbruik	460
A. Misbruik van voorkennis	460
B. Marktmanipulatie	462
C. Evaluatie	463
Besluit	465
BESLUIT BIJ HET DERDE DEEL	468
ALGEMEEN BESLUIT	471
Proportionaliteit van stemrecht en risico in het Belgisch recht	471
Efficiëntie van propoportionaliteit van stemrecht en risico	476
Proportionaliteit van stemrecht en risico onder invloed van het Europees recht	480

BIBLIOGRAFIE	487
BELGISCHE BRONNEN	487
Boeken	487
Bijdragen in boeken en verzamelwerken	490
Bijdragen in tijdschriften	493
Overzichten van rechtspraak	499
BUITENLANDSE BRONNEN	500
Doctrine	500
Rechtspraak Europees Hof van Justitie	520
Beleidsdocumenten en rapporten	521
TREFWOORDENREGISTER	529