

Aandeelhoudersbescherming bij kapitaalverhoging

Een rechtsvergelijkende en rechtseconomische benadering

Dr. mr. T. Vos*

Deze bijdrage bevat de voornaamste bevindingen van het proefschrift van de auteur over Shareholder protection in share issuances: A comparative law and economics approach. De auteur analyseert de functies van aandeelhoudersbescherming bij kapitaalverhoging, vergelijkt de verschillende technieken van aandeelhoudersbescherming in België, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, en evalueert de voor- en nadelen van deze technieken.

1 Inleiding

Vennootschappen hebben geld nodig om hun economische activiteiten te financieren. Een belangrijke financieringstechniek is de kapitaalverhoging.¹ De kapitaalverhoging wordt in het vennootschapsrecht typisch sterk gereguleerd, onder meer via voorkeursrechten² voor de bestaande aandeelhouders, goedkeuringsrechten voor de algemene vergadering, belangenconflictprocedures en open normen. De uitgifte van nieuwe aandelen kan immers leiden tot de verwatering van de financiële waarde en stemrechten van de bestaande aandeelhouders. ‘Insiders’, zoals een controlerende aandeelhouder of een bestuurder, kunnen hun invloed in de vennootschap misbruiken om aandelen uit te geven in hun eigen voordeel, ten nadele van de andere aandeelhouders.

De regels die aandeelhouders beschermen bij kapitaalverhoging verschillen sterk, zeker als men de Verenigde Staten vergelijkt met Europese landen. Deze regels werden tot voor kort echter nog niet onderworpen aan een fundamenteel rechtsvergelijkend en rechtseconomisch onderzoek. In mijn proef-

schrift *Shareholder protection in share issuances: A comparative law and economics approach* probeerde ik daar verandering in te brengen.³ In deze bijdrage vat ik de belangrijkste bevindingen van mijn onderzoek samen.

De onderzoeksvragen die ik beantwoord, zijn: wat zijn de verschillen en gelijkenissen in de bescherming van aandeelhouders bij kapitaalverhoging in de Verenigde Staten (in het bijzonder de staat Delaware),⁴ het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en België; welke factoren verklaren de verschillende benaderingen in deze landen; en wat zijn de voor- en nadelen van deze verschillende benaderingen? De keuze van landen voor de rechtsvergelijking gebeurde om een goede mix te hebben tussen landen met een sterk verspreide aandeelhoudersstructuur (zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk) en een sterk geconcentreerde aandeelhoudersstructuur (zoals België en Frankrijk). Bij het beantwoorden van de onderzoeksvragen focus ik op beursgenoteerde vennootschappen.

Om de onderzoeksvragen te beantwoorden, ontwikkel ik eerst een theoretisch kader (zie par. 2), gebaseerd op theorieën uit de rechtseconomie. In het theoretisch kader leg ik uit hoe de wetgeving ter bescherming van aandeelhouders bij kapitaalverhoging drie verschillende functies vervult: een ‘disciplineringsfunctie’, een ‘antitunnelingsfunctie’ en een ‘controlebeschermingsfunctie’. Paragraaf 3, 4 en 5 van deze bijdrage bespreken hoe de verschillende technieken van aandeelhoudersbescherming deze functies kunnen vervullen, en wat de voor- en nadelen van de verschillende benaderingen zijn. Paragraaf 6 concludeert.

2 Theoretisch kader

De traditionele rechtseconomische rechtvaardiging voor de bescherming van aandeelhouders in het vennootschapsrecht is het bestaan van zogenoemde ‘agency-problemen’. Een agency-probleem ontstaat wanneer de ene partij, de agent, beslis-

* Dr. mr. T. Vos is gastprofessor bij de Jean-Pierre Blumberg Leerstoel aan de Universiteit Antwerpen, vrijwillig wetenschappelijk medewerker aan de KU Leuven en advocaat bij Linklaters te Brussel.

1 Niet elke vennootschapsvorm kent een kapitaalconcept en spreekt dus van een kapitaalverhoging. Zo heeft de BV in België geen kapitaal (art. 5:1 Wetboek Vennootschappen en Verenigingen; hierna: WVV) en ook de Delaware corporation heeft niet noodzakelijk een kapitaal (zie art. 151 en 154 Delaware General Corporation Law; hierna: DGCL). Een neutralere term zou zijn ‘de uitgifte van aandelen tegen inbreng’. Voor de eenvoud spreek ik van kapitaalverhoging. De formele kapitaalverhoging, waarbij boekhoudkundige reserves worden omgezet in kapitaal, valt ook buiten het bestek van deze bijdrage.

2 In België spreekt men van ‘voorkeurrechten’ in plaats van ‘voorkeursrechten’, zoals in Nederland. Ik gebruik hierna de spelling uit Nederland.

3 T. Vos, *Shareholder protection in share issuances: A comparative law and economics approach* (diss. Leuven), 2021.

4 Ik focus op het recht van de staat Delaware omdat bijna 68% van de Fortune 500-vennootschappen geïncorporeerd zijn. Zie Delaware Division of Corporations, 2019 Annual Report Statistics, <https://corp.delaware.gov/stats/>.

singen kan nemen die de welvaart van de andere partij, de principaal, beïnvloeden.⁵ Het risico bestaat dan dat de agent beslissingen neemt in zijn eigen belang, in plaats van het belang van de principaal. Een agency-probleem is voornamelijk relevant wanneer er een informatieasymmetrie is tussen de agent en de principaal. Daarom is de bescherming van aandeelhouders nodig om hen aan te zetten tot investeringen en zo de kapitaalkosten te verlagen. Indirect kan dit bijdragen tot de ontwikkeling van de kapitaalmarkt en de economie in het algemeen.⁶

Bij een kapitaalverhoging zijn er in het algemeen drie situaties waarbij er een agency-probleem kan ontstaan. Ik spreek dan ook van de drie functies van aandeelhoudersbescherming. Ten eerste kunnen de insiders van de vennootschap hun macht gebruiken om de vennootschap aandelen aan zichzelf of aan verbonden partijen uit te laten geven tegen een te lage prijs. Hierdoor worden de bestaande minderheidsaandeelhouders verwaterd, ten voordele van de insiders die inschrijven op de aandelen. In de rechtseconomische literatuur wordt dit fenomeen ‘cheap-stock tunneling’ genoemd.⁷ Daarom noem ik deze functie van aandeelhoudersbescherming de ‘antitunnelingsfunctie’.

Ten tweede kunnen de insiders hun invloed op de vennootschap ook gebruiken om aandelen uit te geven aan zichzelf of aan bevriende partijen, om zo hun percentage van stemrechten te verhogen, zelfs als de uitgifteprijs niet te laag is. De andere aandeelhouders worden in dat geval niet verwaterd in hun financiële rechten, maar wel in hun stemrechten. De extra stemrechten zouden insiders bijvoorbeeld kunnen gebruiken om hun controle over de vennootschap te vergroten of om een vijandige overname of activist af te weren. Dit is niet altijd slecht voor de vennootschap, maar in deze gevallen bestaat er wel een verhoogd risico dat de insiders opportunistisch handelen, zodat extra aandeelhoudersbescherming gerechtvaardigd is. Deze functie van aandeelhoudersbescherming noem ik de ‘controlebeschermingsfunctie’.

Ten derde kunnen insiders een kapitaalverhoging gebruiken om investeerders meer cash of andere activa in de vennoot-

schap te laten inbrengen, zonder dat daar een zakelijke reden voor is. Insiders kunnen deze cash dan gebruiken om private voordelen te extraheren uit de vennootschap, bijvoorbeeld via transacties met verbonden partijen, excessieve remuneratie of overnames die leiden tot meer prestige voor de managers (het zogenoemde ‘empire building’⁸). Jensen heeft dit probleem de ‘agency costs of free cash flows’ genoemd: managers hebben een incentive om vrije kasstromen in de vennootschap te houden (of via kapitaalverhogingen dergelijke kasstromen in de vennootschap te laten inbrengen), om zo niet de discipline van de kapitaalmarkten te hoeven ondergaan.⁹ De functie van aandeelhouders te beschermen tegen dit probleem noem ik de disciplineringsfunctie van aandeelhoudersbescherming.

Aandeelhoudersbescherming leidt echter onvermijdelijk ook tot kosten. Als aandeelhouders meer beslissingsmacht krijgen over een kapitaalverhoging, dan vergroot het risico dat de aandeelhouders, die in het algemeen minder goed geïnformeerd zijn dan de bestuurders van de vennootschap, een inefficiënte beslissing nemen.¹⁰ Aandeelhoudersbescherming bij kapitaalverhoging kan ook de transactie vertragen, bijvoorbeeld omdat aandeelhouders voorkeursrechten worden toegekend of omdat een belangenconflictprocedure moet worden gevolgd. Al deze kosten zijn voorbeelden van wat Goshen en Squire ‘principal costs’ hebben genoemd.¹¹

Uit de bovenstaande analyse blijkt dat de vermindering van *agency costs* moet worden afgewogen tegen de verhoging van *principal costs*. Dit theoretisch kader zal in de volgende paragrafen worden gebruikt om de verschillende technieken van aandeelhoudersbescherming te analyseren. Hierbij maak ik gebruik van de drie hierboven genoemde functies: de disciplineringsfunctie (par. 3), de antitunnelingsfunctie (par. 4) en de controlebeschermingsfunctie (par. 5).

3 De disciplineringsfunctie: goedkeuring door algemene vergadering en voorkeursrecht

Het belangenconflict waar de disciplineringsfunctie op ziet, is niet voldoende rechtstreeks om aanleiding te geven tot de toepassing van de vennootschapsrechtelijke belangenconflictprocedures. Ook de meeste open normen, zoals het vennootschapsbelang in België of Frankrijk en de fiduciaire plichten van bestuurders in de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk, kunnen geen disciplineringsfunctie hebben: rechtbanken zijn terughoudend bij het inhoudelijk toetsen van za-

5 J. Armour, H. Hansmann & R. Kraakman, Agency problems and legal strategies, in: J. Armour e.a. (red.), *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 29; M.C. Jensen & W.H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 1976, p. 308.

6 Er bestaat een uitgebreide literatuur die de bescherming van aandeelhouders empirisch probeert te verbinden met de ontwikkeling van kapitaalmarkten en de economie. Deze literatuur ontstond door de beroemde (maar hevig bekritiseerde) ‘law and finance’-paper van La Porta en co-auteurs: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny, Law and finance, *Journal of Political Economy* 1998, p. 1113-1155. Voor een uitgebreider overzicht van deze literatuur verwijs ik graag naar Vos 2021, par. 2.3.

7 Zie bijv. J.M. Fried & H. Spamann, Cheap-stock tunneling around preemptive rights, *Journal of Financial Economics* 2020, p. 353. Zie over ‘tunneling’ bijv. S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, Tunneling, *American Economic Review* 2000, p. 22.

8 Zie voor een definitie N. Gantchev, M. Sevilir & A. Shivdasani, Activism and empire building, *Journal of Financial Economics* 2020, p. 527 (‘empire building’ omvat ‘value-destroying acquisitions reflecting motives other than shareholder value maximization as well as managerial reluctance to divest assets’).

9 M.C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 1986, p. 323-329.

10 Zie voor dit argument bijv. S. Cools, De bevoegdheidsverdeling tussen algemene vergadering en raad van bestuur in de NV, Roeselare: Roularta Media Group 2015, p. 60.

11 Z. Goshen & R. Squire, Principal costs: A new theory for corporate law and governance, *Columbia Law Review* 2017, p. 767-830.

kelijke beslissingen en stellen zich doorgaans niet in de plaats van het bestuur, tenminste als er geen sprake is van een financieel belangenconflict voor een insider of een controlewijziging.¹² Daarnaast bestaat er ook nog een aantal algemenere obstakels voor het instellen van aandeelhoudersvorderingen in genoteerde vennootschappen, die ertoe leiden dat open normen een relatief onbelangrijke rol spelen in de regulering van de kapitaalverhoging in Europa.¹³

3.1 Goedkeuring door de algemene vergadering

Een eerste techniek van aandeelhoudersbescherming die wel een disciplineringsfunctie vervult, is de goedkeuring van de kapitaalverhoging door de algemene vergadering. Dat aandeelhoudersgoedkeuring een disciplineringsfunctie kan hebben, is intuïtief duidelijk: aandeelhouders kunnen weigeren om een kapitaalverhoging van aandelen goed te keuren als deze geen duidelijke zakelijke doelstelling heeft. Er is ook empirisch bewijs voor de disciplineringsfunctie van aandeelhoudersgoedkeuring: zo vond Holderness dat kapitaalverhogingen in landen die aandeelhoudersgoedkeuring vereisen gemiddeld genomen leiden tot een positieve beursreactie van 2%, terwijl kapitaalverhogingen in andere landen gemiddeld een negatieve beursreactie van 2% hebben.¹⁴ Holderness vindt ook bewijs dat ‘private placements’ (private plaatsingen van aandelen) in de Verenigde Staten en Australië een meer positieve beursreactie hebben als ze goedgekeurd zijn door de aandeelhouders. Hoewel de reden daarvoor niet expliciet is getoetst, argumenteert Holderness dat aandeelhoudersgoedkeuring helpt om ‘empire building’ te voorkomen, wat neerkomt op de disciplineringsfunctie.

De goedkeuring van een kapitaalverhoging door de algemene vergadering is in de Europese Unie in principe vereist sinds de

Tweede Vennootschapsrichtlijn,¹⁵ die ondertussen werd gecodificeerd in de Gecodificeerde Vennootschapsrichtlijn.¹⁶ Deze verplichte goedkeuring werd ook door België, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk geïmplementeerd in hun nationaal vennootschapsrecht.¹⁷ In België is een drievierdemeerderheid van de uitgebrachte stemmen vereist (waarbij onthoudingen niet in de teller of noemer worden meegerekend), in Frankrijk een tweedemeerderheid, en in het Verenigd Koninkrijk een simpele meerderheid, tenzij de voorkeursrechten worden opgeheven, in welk geval ook in het Verenigd Koninkrijk een drievierdemeerderheid vereist is.¹⁸

Artikel 68 Gecodificeerde Vennootschapsrichtlijn staat echter ook toe dat de algemene vergadering het bestuursorgaan machtigt om te beslissen over een kapitaalverhoging.¹⁹ Zulke machtigingen mogen voor een maximale (maar hernieuwbare) termijn van vijf jaar worden gegeven, al is de richtlijn minimumharmonisatie op dit punt, zodat lidstaten strengere eisen kunnen opleggen. In België en het Verenigd Koninkrijk hebben de wetgevers de maximale termijn van vijf jaar overgenomen.²⁰ In Frankrijk is de wetgever echter strenger, al wordt er een onderscheid gemaakt naar het type machtiging. Bij een zogenoemde ‘délégation de pouvoir’ beslist de algemene vergadering zelf over de kapitaalverhoging, maar delegeert zij de implementatie van de kapitaalverhoging en de bepaling van de modaliteiten ervan aan de raad van bestuur. In dat geval is de machtiging maximaal vijf jaar geldig.²¹ Bij een zogenoemde ‘délégation de compétence’, daarentegen, machtigt de algemene vergadering de raad van bestuur ook om over de kapitaalverhoging zelf te beslissen, en niet enkel over de modaliteiten. In dat geval is een machtiging geldig voor maximaal 26 maanden.²² Hoewel het onderscheid tussen de twee types van machtigingen juridisch gezien niet altijd even duidelijk is,²³ kiezen genoteerde vennootschappen in Frankrijk in de praktijk altijd

12 In de Verenigde Staten volgt dit uit de zogenoemde ‘business judgment rule’, zoals geformuleerd in *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984). In het Verenigd Koninkrijk is er geen formele ‘business judgment rule’, maar de facto bestaat er een erg gelijkaardige regel. Zie A. Keay & J. Loughry, *The concept of business judgment*, *Legal Studies* 2019, p. 36-55; D. Kershaw, *Company law in context: Text and materials*, Oxford: Oxford University Press 2012, p. 474. In België blijkt de terughoudendheid van de rechter uit het principe van marginale toetsing, zoals verwoord in art. 2:56 WVV. Zie ook J. Ronse, *Marginale toetsing in het privaatrecht*, TvPr. 1977, p. 207-222; H. Braeckmans & R. Houben, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen: Intersentia 2020, p. 306. Zie ook de uitgebreide analyse van de rechtspraak over de kapitaalverhoging in Vos 2021, hoofdstuk 5.

13 Zie hierover meer uitgebreid Armour, Hansmann & Kraakman 2017, p. 41-42; J. Armour, B. Black, B. Cheffins & R. Nolan, *Private enforcement of corporate law: An empirical comparison of the United Kingdom and the United States*, *Journal of Empirical Legal Studies* 2009, p. 687-722; M. Gelter, *Why do shareholder derivative suits remain rare in continental Europe?*, *Brooklyn Journal of International Law* 2012, p. 843-892.

14 C.G. Holderness, *Equity issuances and agency costs: The telling story of shareholder approval around the world*, *Journal of Financial Economics* 2018, p. 415-439.

15 Art. 25 Richtlijn Raad nr. 77/91/EEC, 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Statens worden verlangd van de vennootschappen in de zin van art. 58, tweede alinea, van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken, Pb.L. 31 januari 1977, afl. 26, p. 1.

16 Art. 68 Richtlijn EP en Raad nr. 2017/1132, 14 juni 2017 aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (codificatie), Pb.L. 30 juni 2017, afl. 169, p. 46.

17 Art. 7:177 WVV; art. L225-129 Code de commerce (Frankrijk); art. 549 en 551 Companies Act (Verenigd Koninkrijk).

18 Art. 7:177 jo. art. 7:153 WVV; art. L225-129 jo. L225-96 Code de commerce (Frankrijk); art. 551(8) jo. art. 282 en art. 571 jo. art. 283 Companies Act (Verenigd Koninkrijk).

19 Van deze mogelijkheid hebben de nationale wetgevers ook gebruik gemaakt. Zie art. 7:198 WVV; art. L225-129-1 en L225-129-2 Code de commerce (Frankrijk); art. 549 en 551 Companies Act (Verenigd Koninkrijk).

20 Art. 7:199 WVV; art. 551(3) en (4) Companies Act (Verenigd Koninkrijk).

21 Art. L225-129-1 jo. art. L225-129 Code de commerce (Frankrijk).

22 Art. L225-129-2 Code de commerce (Frankrijk).

23 Zie hierover bijv. R. Mortier, *Opérations sur capital social*, Parijs: Lexis-Nexis 2015, p. 206 en 213.

voor een brede ‘délégation de compétence’, die geldig is voor 26 maanden.²⁴ Ten slotte geldt er nog een kortere termijn van maximaal 18 maanden als de machtiging toestaat om aandelen uit te geven aan een of meer bij naam aangeduide personen of categorieën van personen die enkele karakteristieken delen.²⁵

Daarnaast kunnen landen ook nog andere beperkingen op het toegestane kapitaal invoeren. Zo heeft België bijvoorbeeld voor genoteerde vennootschappen het maximale bedrag van het toegestane kapitaal beperkt tot 100% van het wettelijk kapitaal.²⁶ Verschillende landen vereisen ook dat bepaalde vormen van kapitaalverhoging specifiek moeten worden vermeld in de machtiging door de algemene vergadering, zoals kapitaalverhogingen met opheffing van het voorkeursrecht.²⁷ Voor bepaalde vormen van kapitaalverhoging is de goedkeuring van de algemene vergadering steeds verplicht, vanwege het risico voor de aandeelhouders.²⁸

3.2 Voorkeursrechten voor de bestaande aandeelhouders

Een tweede techniek van aandeelhoudersbescherming die een disciplineringsfunctie heeft, is het voorkeursrecht van de aandeelhouders. Voorkeursrechten vervullen niet enkel een anti-tunnelingsfunctie en een controlebeschermingsfunctie (zie verder in par. 4 en 5), maar ook een disciplineringsfunctie.²⁹ Op zich verhinderen voorkeursrechten niet dat het management van de vennootschap een kapitaalverhoging doorvoert en de opbrengsten gebruikt voor persoonlijke doeleinden. De insiders kunnen nog steeds de uitgifteprijs erg laag zetten, om zo de bestaande aandeelhouders aan te zetten om hun voorkeursrechten uit te oefenen om verwatering te vermijden. Het disciplinerend effect van de voorkeursrechten volgt echter uit de onmogelijkheid voor de insiders om goedkoop aandelen uit te geven aan bevriende partijen, omdat de mogelijkheid tot inschrijven moet worden aangeboden aan alle bestaande aandeelhouders. De bestaande aandeelhouders kunnen het management dan verantwoordelijk houden bij de volgende algemene vergadering, net omdat ze door het voorkeursrecht verwatering van hun stemrechten hebben kunnen vermijden.

Anekdotisch³⁰ en empirisch bewijs³¹ in het Verenigd Koninkrijk bevestigt inderdaad dat voorkeursrechten helpen om het management te disciplineren. Een perfecte bescherming bieden voorkeursrechten echter niet: hun disciplinerende werking hangt af van de mogelijkheid van de bestaande aandeelhouders om het management te vervangen, wat bijvoorbeeld kan worden bemoeilijkt door de aanwezigheid van een controlerende aandeelhouder.

Voorkeursrechten zijn in de Europese Unie in principe verplicht bij kapitaalverhoging tegen een inbreng in geld sinds de Tweede Vennootschapsrichtlijn. Deze bepaling werd overgenomen in artikel 72 Gecodificeerde Vennootschapsrichtlijn en geïmplementeerd door België, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk.³² Voorkeursrechten kunnen niet worden uitgesloten in de statuten, maar de algemene vergadering kan de voorkeursrechten wel opheffen voor een specifieke kapitaalverhoging. Daarnaast kan de algemene vergadering de raad van bestuur machtigen om het voorkeursrecht op te heffen in het kader van het toegestane kapitaal.

Artikel 72 lid 4 Gecodificeerde Vennootschapsrichtlijn vereist ook dat als het voorkeursrecht wordt opgeheven, de raad van bestuur deze beslissing en de bepaling van de uitgifteprijs motiveert.³³ De regels rond het voorkeursrecht in de richtlijn zijn echter minimumharmonisatie, dus lidstaten kunnen ook bijkomende beschermingsmaatregelen opleggen als het voorkeursrecht wordt opgeheven. Zo gelden bijvoorbeeld bijkomende procedures als het voorkeursrecht wordt opgeheven ten gunste van verbonden partijen (zie verder in par. 4). In Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk wordt ook de discount van de uitgifteprijs ten opzichte van de marktprijs beperkt tot 10% als het voorkeursrecht wordt opgeheven, al bestaan er uitzonderingen.³⁴ De regulering van de uitgifteprijs kan een disciplineringsfunctie vervullen: als de discount ten opzichte van de beursprijs beperkt is, dan is de financiële verwatering van

24 Dit blijkt uit een empirische studie die ik uitvoerde van de machtigingen in 2022 in een steekproef van 162 Franse genoteerde vennootschappen (zie verder voor een beschrijving van deze steekproef).

25 Art. L225-138, III Code de commerce (Frankrijk).

26 Art. 7:198 WVV.

27 Art. 7:200, 1° WVV; art. L225-129-2, lid 3 jo. art. L225-135 Code de commerce (Frankrijk); art. 570 Companies Act (Verenigd Koninkrijk).

28 Zie bijv. art. 7:201 en 7:202 WVV (België); art. L225-147 Code de commerce (Frankrijk). In het Verenigd Koninkrijk is aandeelhoudersgoedkeuring in sommige gevallen vereist door de ‘listing rules’ (hierna: LR), zie LR 11 en LR 9.5.10. Ten slotte vereist art. 21 Takeover Code dat defensieve maatregelen bij een kapitaalverhoging worden goedgekeurd door de aandeelhouders.

29 Zie met betrekking tot de disciplineringsfunctie van voorkeursrechten, die vooral in de Engelse literatuur wordt behandeld, P. Myners, Pre-emption rights: Final report. A study by Paul Myners into the impact of shareholders’ pre-emption rights on a public company’s ability to raise new capital (URN 05/679), Londen: DTI 2005, p. 12; J. Franks, C. Mayer & L. Renneboog, Who disciplines management in poorly performing companies?, *Journal of Financial Intermediation* 2001, p. 209-248.

30 B.S. Black & J.C. Coffee, Jr., Hail Britannia? Institutional investor behavior under limited regulation, *Michigan Law Review* 1994, p. 2037 (zij stellen op basis van interviews met praktizijnen: ‘companies know that if they attempt a coercive, deep discount offer, they are likely to face a shareholder revolt at the next annual meeting, and investment bankers know that a coercive rights offering will alienate their best customers’).

31 Franks, Mayer & Renneboog 2001 (een kapitaalverhoging met voorkeursrecht is gecorrleerd met het vervangen van het management voor vennootschappen met zwakke prestaties).

32 Art. 7:188 WVV; art. L225-132 Code de commerce (Frankrijk); art. 561 Companies Act (Verenigd Koninkrijk).

33 Zie ook de omzetting in België, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk: art. 7:191 en 7:193 WVV; art. L225-135 en L225-138 Code de commerce (Frankrijk); art. 571(6) Companies Act (Verenigd Koninkrijk); LR 13.8.2 (Verenigd Koninkrijk).

34 Zo kan de algemene vergadering in het Verenigd Koninkrijk een hogere discount dan 10% goedkeuren voor een specifieke kapitaalverhoging. Zie LR 9.5.10. In Frankrijk kan de algemene vergadering de raad van bestuur machtigen om aandelen uit te geven met een hogere discount ten belope van 10% van het kapitaal per jaar. Zie art. L225-136, L22-10-52, lid 2 en R22-10-32 Code de commerce. Daarnaast zijn de beperkingen op de uitgifteprijs niet van toepassing indien de aandelen worden uitgegeven aan een of meer bij naam aangeduide personen of categorieën van personen die enkele karakteristieken delen. Zie art. L225-138 Code de commerce.

een kapitaalverhoging ook beperkt. Daarnaast maakt een dergelijke regulering het ook moeilijker voor insiders om de kapitaalverhoging te gebruiken om bevriende investeerders te belonen. Ten slotte wordt in Frankrijk de omvang van de kapitaalverhoging beperkt tot 20% van het kapitaal indien het voorkeursrecht wordt opgeheven voor een private placement.³⁵ Deze regel kan ook worden gerechtvaardigd vanuit de disciplineringsfunctie: door het gebrek aan een open proces voor de inschrijving op de kapitaalverhoging biedt een private plaatsing in het algemeen meer risico dat insiders aandelen uitgeven aan bevriende investeerders. De beperking op de omvang van de kapitaalverhoging zorgt ervoor dat de impact van de transactie relatief beperkt blijft.

3.3 Aandeelhoudersbescherming in de praktijk

Wat duidelijk blijkt uit de analyse hierboven is dat, alhoewel de goedkeuring door de algemene vergadering en de voorkeursrechten van de aandeelhouders theoretisch gezien een belangrijke rol zouden kunnen spelen bij het disciplineren van insiders, de praktische relevantie hiervan afhangt van de mate waarin de aandeelhouders bereid zijn om de raad van bestuur te machtigen om aandelen uit te geven en het voorkeursrecht op te heffen. Deze praktische relevantie is niet gelijk in de drie Europese jurisdicties.

In het Verenigd Koninkrijk spelen zowel de goedkeuring van de algemene vergadering als voorkeursrechten een belangrijke rol, dankzij richtlijnen van institutionele investeerders. Zo heeft The Investment Association, een belangenorganisatie van vermogensbeheerders, de 'Share Capital Management Guidelines' opgesteld.³⁶ Sectie 1.1.1 van deze richtlijnen bepaalt dat machtigingen van de algemene vergadering aan de raad van bestuur om tot een kapitaalverhoging over te gaan als routine worden beschouwd als de machtiging beperkt blijft tot twee derde van het kapitaal. Hiervan moet minstens één derde worden gebruikt voor een zogenoemde 'rights issue' (een kapitaalverhoging met verhandelbare voorkeursrechten), terwijl het andere derde deel ook mag worden gebruikt voor een 'open offer' (waarbij de voorkeursrechten niet kunnen worden verhandeld).

Daarnaast zijn er ook nog 'Pre-emption Guidelines', opgesteld door de Pre-emption Group, een groep van vertegenwoordigers van genoteerde vennootschappen, investeerders en financiële tussenpersonen.³⁷ De Pre-emption Guidelines bepalen

wanneer institutionele investeerders de opheffing van het voorkeursrecht zullen steunen. Deze richtlijnen bepalen dat algemene machtigingen aan de raad van bestuur om het voorkeursrecht op te heffen beperkt moeten zijn tot 10% van het kapitaal, waarvan de helft slechts kan worden gebruikt voor een kapitaalverhoging in verband met een overname of kapitaalinvestering die samen met de kapitaalverhoging wordt aangekondigd, en dus niet bijvoorbeeld voor het versterken van de balans. Daarnaast moeten de kapitaalverhogingen buiten voorkeursrecht beperkt blijven tot 7,5% per glijdende periode van drie jaar. Ten slotte wordt er aanbevolen om de discount ten opzichte van de marktprijs te beperken tot 5%. Zowel de Share Capital Management Guidelines als de Pre-emption Guidelines bepalen daarnaast dat de machtiging van de algemene vergadering moet worden vernieuwd op jaarlijkse basis, wat veel korter is dan de termijn van vijf jaar die de Britse wetgever heeft opgelegd als maximum.³⁸

Noch de Share Capital Management Guidelines, noch de Pre-emption Guidelines bevatten bindende rechtsregels. Wel hebben deze richtlijnen volgens verschillende auteurs een grote impact in de praktijk.³⁹ De richtlijnen werden bijvoorbeeld ook overgenomen in de stemrichtlijnen van de twee grootste 'proxy advisors', ISS en Glass Lewis.⁴⁰ Twee monitoringrapporten van de Pre-emption Group, in 2016 en 2017, concludeerden ook dat de Pre-emption Guidelines gevolgd werden door nagenoeg alle vennootschappen in de FTSE All-Share Index.⁴¹

In België en Frankrijk bestaan er in de praktijk veel bredere machtigingen van de algemene vergadering aan de raad van bestuur. Niettemin bevelen de stemadviseurs en de grote vermogensbeheerders in het algemeen ook een maximaal bedrag voor de machtiging aan van 50% van het kapitaal met voorkeursrecht, en 10% van het kapitaal buiten voorkeursrecht (een uitzondering is evenwel Glass Lewis, dat voor België – maar niet voor Frankrijk – een maximaal bedrag aanbeveelt van 100% voor kapitaalverhogingen met voorkeursrecht en van 50% bui-

35 Art. L225-136 Code de commerce (Frankrijk). De regel is niet van toepassing als de aandelen worden uitgegeven aan een of meer bij naam aangeduide personen of categorieën van personen die enkele karakteristieken delen (zie art. L225-138 Code de commerce).

36 The Investment Association, Share Capital Management Guidelines, juli 2016, www.theia.org/sites/default/files/2019-06/20160701-SCM-Share-Capital-Management-Guidelines.pdf, p. 5 (hierna: Share Capital Management Guidelines).

37 Pre-Emption Group, Disapplying pre-emption rights. A statement of principles, 2015, www.frc.org.uk/medialibraries/FRC/FRC-Documents/Library/Preemption%20Group/Revised-PEG-Statement-of-Principles-2015.pdf (hierna: Pre-emption Guidelines).

38 Art. 1.1.3 Share Capital Management Guidelines; deel 2A, par. 4 Pre-emption Guidelines.

39 L. Gullifer & J. Payne, Corporate finance law: Principles and policy, Oxford: Hart 2015, p. 137; E. Ferran & L.C. Ho, Principles of corporate finance law, Oxford: Oxford University Press 2014, p. 125; P.L. Davies & S. Worthington, Gower's principles of modern company law, Londen: Sweet & Maxwell 2016, p. 812.

40 ISS, United Kingdom and Ireland proxy voting guidelines, 19 november 2020, www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/UK-and-Ireland-Voting-Guidelines.pdf, p. 26; Glass Lewis, Guidelines. An overview of the Glass Lewis approach to proxy advice. United Kingdom, 2021, www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2020/11/UK-Voting-Guidelines-GL.pdf?hsCtaTracking=76856133-1eee-4e4c-b972-823beec7dfa8%7Cd5c0d76d-1d22-4947-bdcf-2e91b6b21322, p. 36-37.

41 Pre-Emption Group, Monitoring report May 2017, www.frc.org.uk/medialibraries/FRC/FRC-Documents/Library/Preemption%20Group/170512-PEG-monitoring-report.pdf, p. 11; Pre-Emption Group, Monitoring report May 2016, www.frc.org.uk/medialibraries/FRC/FRC-Documents/Library/Preemption%20Group/PEG-Monitoring-Report.pdf, p. 12.

ten voorkeursrecht).⁴² In Frankrijk is er ook een belangenorganisatie van vermogensbeheerders, de 'Association française de la gestion financière' (AFG), die dezelfde limieten aanbeveelt in haar richtlijnen.⁴³

In Frankrijk en België worden deze limieten echter niet in dezelfde mate gevolgd als in het Verenigd Koninkrijk. Voor mijn proefschrift voerde ik een empirisch onderzoek uit naar de machtigingen door de algemene vergadering in België en Frankrijk. In een steekproef van 84 Belgische genoteerde vennootschappen⁴⁴ bedroeg het gemiddelde toegestane kapitaal ongeveer 55%, meer dan aanbevolen door ISS. Daarnaast had 57% van de vennootschappen een machtiging om het voorkeursrecht op te heffen voor meer dan 20% van het kapitaal (de limiet in de richtlijnen van Glass Lewis) en 70% had een machtiging voor meer dan 10% van het kapitaal (de limiet in de richtlijnen van ISS). In een steekproef van 162 Franse vennootschappen genoteerd op Euronext Parijs⁴⁵ was de gemiddelde machtiging van de algemene vergadering lager dan in België (34%), beneden de aanbevolen limiet in de richtlijnen. Niettemin leeft ook in Frankrijk bijna 33% van de vennootschappen de limiet van 10% van het kapitaal (die door de richtlijnen werd aanbevolen) niet na. In zowel België als Frankrijk is de impact van de richtlijnen vooral kleiner voor de ven-

nootschappen met een kleine marktkapitalisatie. Een mogelijke verklaring voor de minder grote impact van de richtlijnen in Frankrijk en België in vergelijking met het Verenigd Koninkrijk is de verschillende aandeelhoudersstructuur: controlerende aandeelhouders komen vaker voor in Frankrijk en België dan in het Verenigd Koninkrijk,⁴⁶ terwijl institutionele aandeelhouders een kleiner percentage van het kapitaal bezitten.⁴⁷ Dit maakt het moeilijker voor institutionele investeerders om hun richtlijnen af te dwingen.

3.4 Aanbevelingen voor de wetgever

Deze empirische bevindingen doen de vraag rijzen of strengere wetgeving noodzakelijk is om de disciplineringsfunctie van het voorkeursrecht en de goedkeuring door de algemene vergadering te waarborgen. In Duitsland is de wetgeving bijvoorbeeld een stuk strenger. Zo is het maximale bedrag van een machtiging door de algemene vergadering beperkt tot 50% van het kapitaal,⁴⁸ en de opheffing van het voorkeursrecht tot maximaal 10% van het kapitaal.⁴⁹ Aan zulke strengere regels zijn echter ook nadelen verbonden, de zogenoemde principal costs.⁵⁰ Een algemene vergadering organiseren kost tijd en geld, en dit kan het moeilijk maken om snel geld op te halen in tijden van crisis of om te profiteren van voordelige marktvoorwaarden.⁵¹ Ook voorkeursrechten kunnen een kapitaalverhoging vertragen, omdat de wetgeving normaal gezien een minimumuitoefeningstermijn voor de voorkeursrechten bepaalt.⁵² Een kapitaalverhoging met voorkeursrechten vereist normaal gezien ook een prospectus,⁵³ wat de transactie duurder kan maken dan een private placement, bijvoorbeeld.⁵⁴

Het is ook niet per se nodig dat de disciplineringsfunctie wordt vervuld door voorkeursrechten en goedkeuring door de algemene vergadering, zoals wordt aangetoond door het recht van de Verenigde Staten. Daar spelen deze technieken een veel kleinere rol. Zo is in Delaware het gebruik van voorkeursrechten niet vereist,⁵⁵ en vennootschappen kiezen hier zelden vrij-

42 ISS, Continental Europe. Proxy voting guidelines. Benchmark policy recommendations, 12 maart 2021, www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf, p. 17; Glass Lewis, Guidelines. An overview of the Glass Lewis approach to proxy advice. France, 2021, www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2020/11/UK-Voting-Guidelines-GL.pdf?hsCtaTracking=76856133-1eec-4e4c-b972-823beec7dfa8%7Cd5c0d76d-1d22-4947-bdcf-2e91b6b21322, p. 18-19; Glass Lewis, Guidelines. An overview of the Glass Lewis approach to proxy advice. Belgium, 2021, www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2020/12/Belgium-Voting-Guidelines-GL.pdf?hsCtaTracking=c a a 2 1 4 1 d - 4 2 9 6 - 4 d 7 0 - b 1 b 0 - 5 5 5 f - 8 c 9 1 0 9 f b % 7 C 3 6 7 f a 4 c 2 - c 9 d 8 - 4 a 1 0 - a 4 5 3 - 5 6 6 1 5 8 1 2 5 3 2 8, p. 13; Proxinvest, Principes de gouvernement d'entreprise et politique de vote 2021, januari 2021, www.proxinvest.com/wp-content/uploads/2021/01/Politique_de_vote_Proxinvest_2021.pdf, p. 65-66 (enkel voor Frankrijk); Blackrock Investment Stewardship, Proxy voting guidelines for European, Middle Eastern, and African securities, januari 2021, www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-emea.pdf, p. 9-10 en 22; Vanguard Funds, Summary of the proxy voting policy for UK and European portfolio companies, 1 december 2020, https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/INEUPOL_122020.pdf, p. 10; State Street Global Advisors, Proxy voting and engagement guidelines. Europe, maart 2021, www.ssga.com/library-content/pdfs/ic/proxy-Voting-and-engagement-guidelines-europe.pdf, p. 6.

43 AFG, Recommandations sur le gouvernement d'entreprise, januari 2021, www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2021/01/afg-tref-gouve-210119web.pdf, p. 7.

44 Voor dit empirisch onderzoek bekeek ik het toegestane kapitaal van alle Belgische vennootschappen genoteerd op Euronext Brussel in juli 2021. Om redenen van vergelijkbaarheid werden enkele vennootschappen uit de steekproef gelaten. Zie Vos 2021, hoofdstuk 3 voor een gedetailleerde beschrijving.

45 Voor dit empirisch onderzoek bekeek ik de machtigingen van de algemene vergadering op 17 februari 2022 voor alle vennootschappen naar Frans recht die deel uitmaakten van de CAC 40, de CAC Next 20, de CAC Mid 60 en de zestig ondernemingen in de CAC Small met de grootste marktkapitalisatie. Ook hier geldt dat enkele vennootschappen uit de steekproef werden gelaten.

46 G. Aminadav & E. Papaioannou, Corporate control around the world, *Journal of Finance* 2020, p. 1191-1246.

47 A. de la Cruz, A. Medina & Y. Tang, Owners of the world's listed companies (OECD Capital Markets Series), Parijs: OECD 2019, www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm, p. 37.

48 § 202(3) Aktiengesetz.

49 § 186(3) Aktiengesetz.

50 Zie voor dit argument bijv. Cools 2015, p. 60.

51 Zie voor dit argument Gullifer & Payne 2015, p. 130; Ferran & Ho 2014, p. 110-111.

52 Zie bijv. M. Venturuzzo, Issuing new shares and preemptive rights: A comparative analysis, *Richmond Journal of Global Law & Business* 2013, p. 518 en 521; Ferran & Ho 2014, p. 108 en 111; Gullifer & Payne 2015, p. 130.

53 Zie hierover C. Howarth & A. Waddington, Private placements, in: R.S. Panasar & P.J. Boeckman (red.), *European securities law*, Oxford: Oxford University Press 2021, p. 235; M.-L. Tibi, France, in: Panasar & Boeckman 2021, p. 767-768.

54 C. Cardon, L'augmentation du capital par placement privé issue de l'ordonnance du 22 janvier 2009, *Revue Trimestrielle de Droit Financier* 2009, p. 51-52.

55 § 102(b)(3) DGCL.

willig voor.⁵⁶ In principe is wel een machtiging van de algemene vergadering vereist vooraleer de raad van bestuur aandelen kan uitgeven,⁵⁷ maar in de praktijk worden deze machtigingen verleend voor onbepaalde duur en ten belope van grote bedragen, gemiddeld genomen 579% van het kapitaal volgens één onderzoek.⁵⁸ Wel vereisen de 'listing rules' van de beurzen in een aantal gevallen de goedkeuring van de kapitaalverhoging door de algemene vergadering, bijvoorbeeld als de kapitaalverhoging groter is dan 20% van de bestaande aandelen en gebeurt via een private placement met een uitgifteprijs beneden de beurskoers.⁵⁹ Deze regel vervult ook een disciplineringsfunctie, aangezien deze aandeelhouders controle geeft over transacties die zorgen voor een groot risico op verwatering. De regel in de Verenigde Staten is in principe minder streng dan de richtlijnen van institutionele investeerders en stemadviseurs die gelden in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en België, aangezien de drempel hoger is (20% in plaats van 10%) en deze niet van toepassing is op kapitaalverhogingen buiten voorkeursrecht waarbij de aandelen worden aangeboden aan het publiek. De regel in de Verenigde Staten is echter wel meer bindend dan de richtlijnen van institutionele investeerders en stemadviseurs, aangezien niet-naleving van de listing rules aanleiding kan geven tot een schrapping van de beurs, terwijl de richtlijnen van institutionele investeerders enkel in het Verenigd Koninkrijk een grote impact hebben. Daarnaast bestaan er in de Verenigde Staten ook andere elementen die een disciplinerend effect kunnen hebben, en die slechts in mindere mate aanwezig zijn in de andere landen. Zo hebben Amerikaanse vennootschappen doorgaans een raad van bestuur met meer onafhankelijk bestuurders,⁶⁰ en komt aandeelhoudersactivisme vaker voor,⁶¹ in vergelijking met vennootschappen in de andere bestudeerde landen.

In elk geval wil ik niet argumenteren dat een sterkere aandeelhoudersbescherming of een bepaalde techniek van aandeelhoudersbescherming noodzakelijkerwijs efficiënter is. Elke techniek kent voor- en nadelen, en 'one size does not fit all'. Zeker wat betreft de disciplineringsfunctie van aandeelhoudersbescherming is een uniforme aanpak moeilijk te verdedigen, omdat economen ervan uitgaan dat het optimale niveau van financiële flexibiliteit verschilt per onderneming, afhanke-

lijk van de grootte en beschikbare investeringsopties.⁶² Deze factoren verschillen ook door de levenscyclus van een onderneming heen.⁶³ Jonge en innovatieve bedrijven hebben vaak herhaalde kapitaalinjecties nodig, waarvoor een snelle toegang tot de kapitaalmarkten noodzakelijk is. Een te sterke aandeelhoudersbescherming zou zulke financieringstechnieken te duur kunnen maken. Aan de andere kant is externe financiering voor meer volwassen ondernemingen vaak minder belangrijk en is een sterkere aandeelhoudersbescherming bij kapitaalverhoging gerechtvaardigd om te zorgen dat het management gedisciplineerd blijft. Ik bepleit dan ook dat aandeelhouders van de vennootschappen zelf de keuze moeten krijgen in welke mate ze de goedkeuring door de algemene vergadering en voorkeursrechten willen gebruiken om insiders te disciplineren.

Wel argumenteer ik dat in België meer kan worden gedaan om aandeelhouders toe te laten om te monitoren dat vennootschappen een optimale balans tussen aandeelhoudersbescherming en flexibiliteit kiezen. Zoals blijkt uit de analyse hierboven zijn er in België enkel richtlijnen over de grootte van het toegestaan kapitaal opgesteld door niet-Belgische stemadviseurs en geen richtlijnen die specifiek zijn opgesteld voor en door Belgische actoren, in tegenstelling tot Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk. De belangrijke actoren in het Belgische vennootschaplandschap, zoals de FSMA, het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO), Euronext Brussel, de Commissie Corporate Governance en de Belgian Asset Managers Association (BEAMA), zouden volgens mij samen moeten zitten om zulke richtlijnen op te stellen. Wat ook opvalt in het empirisch onderzoek is dat Belgische vennootschappen veel minder vaak dan Franse of Britse een onderscheid maken in de grootte van de machtiging voor kapitaalverhogingen met en zonder voorkeursrecht.⁶⁴ Dit wordt nochtans aanbevolen in richtlijnen van niet-Belgische institutionele investeerders en stemadviseurs, en is te verdedigen omdat voorkeursrechten een disciplinerende werking hebben. Een mogelijke oplossing hiervoor is dat in de Belgische wetgeving het vereiste wordt ingevoerd dat aandeelhouders apart kunnen stemmen over de machtiging voor kapitaalverhoging met en zonder voorkeurs-

56 Zo vind ik bijv. op basis van data van Capital IQ dat tussen 1996 en 2019 slechts 4,5% van de publieke aanbiedingen van aandelen gebeurt met voorkeursrechten in de Verenigde Staten. Zie verder Vos 2021, par. 6.3.3.1 voor de methodologie van dit onderzoek.

57 § 102(a)(4) DGCL.

58 M. Ganor, The power to issue stock, *Wake Forest Law Review* 2011, p. 733-734 en 741.

59 Zie § 312.03(c) NYSE Listed Company Manual; § 713(a) NYSE American Company Guide; § 5635(d) Nasdaq Stock Market Rules.

60 Spencer Stuart, Board governance: International comparison chart, oktober 2020, www.spencerstuart.com/research-and-insight/international-comparison-chart#size.

61 Zie bijv. M. Becht, J. Franks, J. Grant & H.F. Wagner, Returns to hedge fund activism: An international study, *Review of Financial Studies* 2017, p. 2941.

62 Jensen 1986, p. 324. Zie ook R.A. Brealy, S.C. Myers & F. Allen, *Principles of corporate finance*, New York: McGraw-Hill 2020, p. 500.

63 Zie bijv. H. Deangelo, L. Deangelo & R.M. Stulz, Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle, *Journal of Financial Economics* 2010, p. 275-295.

64 In het Verenigd Koninkrijk volgt dit verschil uit de aanbevelingen van de Pre-emption Guidelines en de Share Capital Management Guidelines, die zoals hierboven beschreven bijna steeds worden gevolgd. In Frankrijk heeft bijna 68% van de vennootschappen een lagere machtiging voor kapitaalverhogingen zonder voorkeursrecht dan voor kapitaalverhogingen met voorkeursrecht. In België is dat percentage veel lager, amper 10%.

recht, zoals ook aanbevolen is in het Verenigd Koninkrijk⁶⁵ en wettelijk verplicht is in Frankrijk.⁶⁶ Nu gebeurt de stemming in België immers bijna steeds over de globale machtiging tot kapitaalverhoging. Ten slotte pleit ik er ook voor dat België in de op te stellen richtlijnen (of misschien zelfs in de wetgeving) de maximale termijn voor een machtiging zou verkorten van vijf jaar tot bijvoorbeeld één jaar (zoals in het Verenigd Koninkrijk) of twee jaar (zoals in Frankrijk), met misschien enkele maanden speling, mocht de jaarlijkse algemene vergadering bijvoorbeeld iets meer dan een jaar na de vorige plaatsvinden. Al deze voorstellen zouden het makkelijker moeten maken voor aandeelhouders om controle uit te oefenen op de grootte van de machtigingen, zonder de vrijheid voor vennootschappen te veel in te perken door uniforme limieten op de machtigingen op te leggen, zoals Duitsland heeft gedaan.

4 De antitunnelingsfunctie: open normen en belangenconflictprocedures

De technieken van aandeelhoudersbescherming bij kapitaalverhogingen hebben naast een disciplineringsfunctie ook een antitunnelingsfunctie. De Verenigde Staten en de Europese jurisdicties hebben een verschillende benadering met betrekking tot de antitunnelingsfunctie, die in essentie neerkomt op het verschil tussen 'rules' en 'standards'.

4.1 De 'standards'-benadering van de Verenigde Staten

De Verenigde Staten, en met name de staat Delaware, gebruiken voornamelijk 'standards' om aandeelhouders te beschermen. De bescherming wordt vooral geboden door de 'fiduciary duties' van controlerende aandeelhouders en bestuurders. In het bijzonder geldt de zogenoemde 'entire fairness test', als een controlerende aandeelhouder of een meerderheid van de raad van bestuur geconfronteerd is met betrekking tot de kapitaalverhoging.⁶⁷ De 'entire fairness test' houdt een integrale beoordeling van de transactie door de rechtbank in, meer bepaald om te toetsen of er een 'eerlijke prijs' en een 'eerlijk proces' zijn geweest.⁶⁸ Omdat zo'n rechtszaak duur is en leidt tot rechtsonzekerheid willen vennootschappen de 'entire fairness

test' graag vermijden. Als de transactie is goedgekeurd door een comité van onafhankelijke bestuurders⁶⁹ of door een meerderheid van de minderheidsaandeelhouders,⁷⁰ verschuift de test van 'entire fairness' naar de 'business judgment rule'. Dit betekent dat de rechtbank in de praktijk de zaak zal afwijzen na een 'motion to dismiss'.⁷¹ Als er een controlerende aandeelhouder geconfronteerd is met betrekking tot de transactie, moeten beide procedurele waarborgen echter worden nageleefd vooraleer de test verschuift naar de business judgment rule, omdat het risico op benadeling van de minderheidsaandeelhouder groter wordt geacht.⁷² De conclusie is dat de standards in de Verenigde Staten door precedentes van de rechtbanken werden omgezet in specifieke rules die gevolgd kunnen worden. Niettemin blijven de standards een rol spelen als vangnet voor situaties waarin niet aan de procedurele waarborgen werd voldaan.

4.2 De 'rules'-benadering in België, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk

In de andere bestudeerde landen spelen standards een veel kleinere rol bij de bescherming van aandeelhouders. Ook al bestaan er in deze landen open normen ter bescherming van aandeelhouders bij kapitaalverhoging, er zijn weinig tot geen zaken terug te vinden waarbij de rechtbank een kapitaalverhoging aan een verbonden partij tegenhoudt of vernietigt, zeker in genoteerde vennootschappen.⁷³ Dat betekent niet noodzakelijk dat er geen effectieve bescherming tegen 'cheap-stock tunneling' is in België, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, maar wel dat die bescherming eerder komt van specifieke rules, zoals bijvoorbeeld de belangenconflictprocedures. Typisch voor deze procedures is dat het belangenconflict moet worden bekendgemaakt en dat de geconfronteerde bestuurders of aandeelhouders niet mogen meestemmen over de transactie.⁷⁴

Zowel rules als standards hebben voor- en nadelen.⁷⁵ Het nadeel van rules is dat ze duurder zijn om op te stellen, en dat het risico op omzeiling of een fout bij het opstellen groter is. Het voordeel is dat rules makkelijker en goedkoper kunnen worden toegepast. Bij standards is het net omgekeerd: ze zijn makkelijker om op te stellen, maar er is meer rechtsonzekerheid bij de toepassing ervan. Het verschil in benadering tussen de Verenigde Staten en de andere landen kan worden verklaard door dat de drempels voor aandeelhouders om een procedure voor

65 Dit volgt uit de voorbeeldresoluties die worden aanbevolen door de Pre-emption Group: Pre-Emption Group, Template resolutions for the disapplication of pre-emption rights complying with the Pre-Emption Group's statement of principles, www.frc.org.uk/medialibraries/FRC/FRC-Document-Library/Preemption%20Group/PEG-Template-resolution-for-disapplication-of-pre-emption-rights.pdf. Deze voorbeeldresoluties worden in de praktijk bijna steeds gevolgd: Pre-Emption Group, Monitoring report May 2017, www.frc.org.uk/medialibraries/FRC/FRC-Document-Library/Preemption%20Group/170512-PEG-monitoring-report.pdf, p. 4.

66 Dit volgt uit een arrest van het Franse Hof van Cassatie: Cass. com. (FR) 25 september 2012, Bull. Joly Sociétés 2012/847 m.nt. R. Mortier. Het is ook de positie van de financiële toezichthouder, de AMF: Position-recommendation AMF DOC-2020-06, Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers, 29 april 2021, www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-04/2020-06.pdf, p. 87.

67 Zie bijv. Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 642 (Del. 2014); Kahn v. Tremont Corp., 694 A.2d 422, 428 (Del. 1997); Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

68 Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

69 Zie bijv. *Salladay v. Lev*, No. CV 2019-0048-SG, 2020 WL 954032.

70 Zie bijv. *In re Solera Holdings, Inc. Stockholder Litig.*, No. CV 11524-CB, 2017 WL 57839 (Del. Ch. 5 januari 2017).

71 Zie hierover L.H. Lazarus, Standards of review in conflict transactions: An examination of decisions rendered on motions to dismiss, *Delaware Journal of Corporate Law* 2001, p. 911-926.

72 Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

73 Voor een uitgebreide analyse van de rechtspraak in België, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk over open normen en kapitaalverhoging verwijs ik naar Vos 2021, hoofdstuk 5.

74 Zie bijv. art. 7:96, 7:97, 7:193 en 7:200, 2° WVV (België); art. L225-138 Code de commerce (Frankrijk); LR 11 en DTR 7.3 (Verenigd Koninkrijk).

75 Zie hierover L. Kaplow, Rules versus standards: An economic analysis, *Duke Law Journal* 1992, p. 557-629.

de rechtbank te brengen veel hoger liggen in België, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk dan in Delaware, waar procedures door minderheidsaandeelhouders worden aangemoedigd door financiële incentives voor de minderheidsaandeelhouders (en hun advocaten).⁷⁶ Daarnaast beschikt Delaware over een gespecialiseerde rechtbank, de Delaware Chancery Court, terwijl andere landen vaak een minder gespecialiseerde en meer verspreide gerechtelijke organisatie hebben.⁷⁷ Deze factoren zorgen ervoor dat de Delaware Chancery Court veel meer zaken behandelt en dus sneller precedentes ontwikkelt, waardoor standards gebruikt kunnen worden om aandeelhouders te beschermen zonder dat dit ten koste gaat van de rechtszekerheid.⁷⁸ Door het verschil in de institutionele context kan deze benadering niet zomaar worden getransplanteerd buiten Delaware. Ik concludeer dan ook dat de keuze voor standards in de Verenigde Staten en voor rules in België, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk als efficiënt kan worden beschouwd.

4.3 Voorstellen tot verbetering voor België

Dat betekent niet dat de concrete procedures die aandeelhouders beschermen tegen kapitaalverhogingen in genoteerde vennootschappen niet kunnen worden verbeterd. Ik focus op een aantal punten waar de Belgische wetgeving volgens mij kan worden verbeterd.⁷⁹ Een eerste conclusie is dat het toepassingsgebied van de procedures soms te eng is geformuleerd, bijvoorbeeld waar het de ‘nauwe familie’ van de verbonden partij betreft.⁸⁰ Ook is de Belgische procedure voor transacties met verbonden partijen niet van toepassing als een verbonden partij een financieel belang heeft in de tegenpartij bij een kapitaalverhoging, zonder dat de verbonden partij een zekere controle over of invloed van betekenis heeft op de tegenpartij.⁸¹ Nochtans heeft de verbonden partij in dat geval economisch gezien wel een belangenconflict, en zou aandeelhoudersbescherming dus gerechtvaardigd zijn. Deze voorbeelden tonen het nadeel aan van een benadering die louter vertrouwt op rules: lacunes in het toepassingsgebied leiden tot opportuniteiten om de procedures te omzeilen. Daarom is het volgens mij belangrijk dat de reeds bekende lacunes in het toepassingsgebied van de procedures voor kapitaalverhogingen met verbonden partijen zo veel mogelijk worden weggewerkt, bijvoorbeeld door meer gedetailleerde rules. Een andere optie is om

het toepassingsgebied te definiëren aan de hand van meer open normen (een standards-benadering), zoals in Delaware gebruikelijk is.⁸²

Een ander probleem met betrekking tot het toepassingsgebied betreft de toepassing van de procedures voor verbonden partijen op een kapitaalverhoging met voorkeursrecht. De traditionele visie is dat een kapitaalverhoging met voorkeursrecht elke aandeelhouder de mogelijkheid geeft om deel te nemen aan de kapitaalverhoging, en dus om cheap-stock tunneling te voorkomen.⁸³ Dat is wellicht ook de reden dat de procedures in België in het algemeen niet van toepassing zijn op kapitaalverhogingen met voorkeursrecht.⁸⁴ Nochtans hebben Fried en Spamann overtuigend geargumenteed dat voorkeursrechten op zich niet voldoende bescherming bieden, aangezien minderheidsaandeelhouders door het bestaan van informatie-asymmetrieën niet altijd weten of de uitgifteprijs hoog of laag is.⁸⁵ Deze auteurs pleiten ervoor dat insiders verplicht worden om op voorhand bekend te maken of ze zullen participeren in de kapitaalverhoging, zodat de andere aandeelhouders deze beslissing kunnen kopiëren. In mijn proefschrift heb ik empirisch onderzoek gedaan naar Amerikaanse kapitaalverhogingen met voorkeursrecht, waaruit bleek dat zulke bekendmakingen vaak niet gebeurden.⁸⁶ Mijn onderzoek toonde ook aan dat de enkele bekendmaking van insiders te zullen participeren niet volstaat voor een volledige aandeelhoudersbescherming: de voorkeursrechten moeten immers ook verhandelbaar zijn, zodat aandeelhouders die onvoldoende liquide middelen hebben om hun voorkeursrechten uit te oefenen deze kunnen verkopen. Tevens was volgens mijn empirisch onderzoek ook het bestaan van ‘private benefits’ voor de insiders een barrière voor de participatie van minderheidsaandeelhouders: door die *private benefits* betaalden de insiders de facto een andere (lagere) prijs, waardoor minderheidsaandeelhouders de beslissing tot deelname van de insiders niet meer zomaar konden kopiëren. Ik concludeer dan ook dat kapitaalverhogingen met voorkeursrecht enkel vrijgesteld moeten worden van de belangenconflictprocedures voor zover er voldaan is aan drie voorwaarden:

1. De insiders maken op voorhand bekend of ze deelnemen of niet.

76 S.J. Griffith, Correcting corporate benefit: How to fix shareholder litigation by shifting the doctrine on fees, *Boston College Law Review* 2015, p. 22-25; A. Reisberg, *Derivative actions and corporate governance*, Oxford: Oxford University Press 2007, p. 227-228; Gelter 2012.

77 E. Kamar, A regulatory competition theory of indeterminacy in corporate law, *Columbia Law Review* 1998, p. 1925-1926 en 1959; J.E. Fisch, The peculiar role of the Delaware courts in the competition for corporate charters, *University of Cincinnati Law Review* 2000, p. 1078.

78 Zie in het algemeen met betrekking tot dit argument Kaplow 1992, p. 612-614.

79 Voor een grondigere analyse van deze problematiek, inclusief in de andere bestudeerde rechtssystemen, verwijs ik naar Vos 2021, hoofdstuk 6.

80 Art. 7:97 WVV, dat de procedure voor transacties met verbonden partijen bevat, verwijst voor de definitie van verbonden partij naar de boekhoudnorm IAS 24, die in par. 9 een definitie van nauwe familie bevat. Deze definitie bevat bijv. niet een broer of zus.

81 Art. 7:97 WVV.

82 Zie bijv. met betrekking tot familiale banden *Grimes v. Donald*, 673 A.2d 1207, 1216 (Del. 1996); *Chaffin v. GNI Grp., Inc.*, No. CIV. A. 16211-NC, 1999 WL 721569 (Del. Ch. 3 september 1999). Zie met betrekking tot entiteiten waarin een insider een financieel belang heeft, maar die niet worden gecontroleerd door een insider *Harbor Fin. Partners v. Huizenga*, 751 A.2d 879, 887-888 (Del. Ch. 1999).

83 E.B. Rock, P. Davies, H. Kanda, R. Kraakman & W.-G. Ringe, Fundamental changes, in: J. Armour e.a. (red.), *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 182 (‘preemptive rights (...) discourage controlling shareholders from acquiring additional shares from the firm at low prices’).

84 Zie de uitzondering op de algemene procedure voor transacties met verbonden partijen in art. 7:97, § 1, lid 3, 5° WVV, en zie de procedures in art. 7:193 en 7:200, 2° WVV, die enkel van toepassing zijn als voorkeursrechten worden opgeheven.

85 Fried & Spamann 2020, p. 353-370.

86 Zie Vos 2021, par. 6.3.3 voor een uitgebreidere beschrijving van dit onderzoek.

2. De voorkeursrechten zijn verhandelbaar.
3. De kapitaalverhoging verschaft geen materiële private voordelen aan de insiders.

Gelukkig toonde mijn empirisch onderzoek naar Belgische kapitaalverhogingen met voorkeursrecht aan dat zowel voorwaarde 1 als voorwaarde 2 al de marktpraktijk is in België.⁸⁷ De wetgever zou deze marktpraktijken kunnen opnemen in de wet en verduidelijken dat de belangenconflictprocedures van toepassing blijven op private voordelen die insiders verkrijgen in het kader van een kapitaalverhoging (voorwaarde 3).

Een laatste suggestie met betrekking tot belangenconflictprocedures betreft de toepassing op kapitaalverhogingen waarbij verbonden partijen participeren samen met een brede waaier van niet op voorhand geïdentificeerde investeerders, typisch in het kader van een private placement. De vraag is of de procedures in dat geval moeten worden toegepast. Het traditionele antwoord in België was dat de procedures niet moesten worden toegepast, zolang de allocatie en prijszetting van de aandelen gebeurden op basis van een objectieve procedure, zoals de ‘bookbuilding’-procedure toegepast door zakenbanken.⁸⁸ De bookbuilding-procedure is echter helemaal niet zo objectief als wordt beweerd. Eigen aan de bookbuilding-procedure is immers dat de zakenbankiers (en dus indirect ook de raad van bestuur die de zakenbankiers aanstuurt) een zekere discretie behouden over wie aandelen worden toegekend en aan welke prijs.⁸⁹ Zelfs als er zogezegd objectieve ‘solicitation and allocation protocols’ worden opgesteld, werken deze in de praktijk in het voordeel van insiders.⁹⁰ Het economisch empirisch onderzoek toont ook aan dat de bookbuilding-procedure vaak beïnvloed wordt door allerlei belangenconflicten.⁹¹ Daarom stel ik een andere, objectievere regel voor – een die ook meer rechtszekerheid biedt: de belangenconflictprocedure zou en-

kel moeten worden toegepast op kapitaalverhogingen waar verbonden partijen deelnemen voor meer dan hun pro-rata-belang in de vennootschap. Enkel in dat geval heeft de verbonden partij immers een belang dat tegenstrijdig is aan dat van haar medeaandeelhouders.

Ten slotte doe ik ook nog enkele voorstellen met betrekking tot de procedurele waarborgen die moeten worden toegepast indien de belangenconflictprocedures van toepassing zijn op de kapitaalverhoging. Op dit moment moet een kapitaalverhoging aan verbonden partijen in België enkel worden goedgekeurd door ofwel een meerderheid van de niet-geconflicteerde aandeelhouders (als de algemene vergadering bevoegd is), ofwel een meerderheid van de niet-geconflicteerde bestuurders (als de raad van bestuur bevoegd is, en na advies van een comité van onafhankelijke bestuurders).⁹² Beide procedurele waarborgen zouden een positief effect kunnen hebben op aandeelhoudersbescherming, maar kennen ook hun beperkingen. Ze zijn echter complementair: niet-geconflicteerde bestuurders kunnen een actieve rol spelen in de onderhandeling van de transactie, terwijl de goedkeuring door de niet-geconflicteerde aandeelhouders kan functioneren als een toets of de niet-geconflicteerde bestuurders hun taak met onafhankelijkheid hebben vervuld.⁹³ In de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk zijn beide procedurele waarborgen momenteel al vereist voor de meest risicovolle transacties: in de Verenigde Staten voor transacties met controlerende aandeelhouders, in het Verenigd Koninkrijk voor transacties groter dan 5% van het kapitaal.⁹⁴ Ik pleit ervoor dat België inspiratie zoekt in deze landen en beide procedurele waarborgen vereist voor bepaalde risicovolle kapitaalverhogingen met verbonden partijen, bijvoorbeeld als er een bepaalde drempel van het kapitaal wordt overschreden of als de verbonden partij een controlerende aandeelhouder is. Dat zou ook leiden tot een meer proportionele benadering: nu worden alle transacties met verbonden partijen en boven de lage drempel van 1% van het nettoactief onderworpen aan dezelfde procedure;⁹⁵ ik stel voor om nog bijkomende drempels toe te voegen met bijkomende waarborgen. Extra procedurele waarborgen leiden ongetwijfeld tot hogere principal costs,⁹⁶ maar voor de grootste en meest risicovolle kapitaalverhogingen is het gevaar van financiële verwatering groter en is het dus waarschijnlijker dat de vermindering van de

87 Ik analyseerde alle prospectussen van kapitaalverhogingen met voorkeursrecht tussen januari 2010 (vanaf wanneer de prospectussen worden bijgehouden op de website van de FSMA) en augustus 2021, met uitsluiting van kapitaalverhogingen door geregelde vastgoedvennootschappen. Zie meer uitgebreid hierover Vos 2021, par. 6.3.3.2.

88 L. Legein, *Quelques questions spéciales de droit des sociétés en rapport avec les opérations d'appel au marché des capitaux*, Bank- en Financieel Recht 2008, p. 264 en 268-269; M. Wyckaert & J. De Wolf, *Transacties met verbonden partijen in genoteerde vennootschappen na SRD II*, Bank- en Financieel Recht 2020, p. 257-258; S. Mees & V. Burki, *Transacties met verbonden partijen: selected topics*, in: R. Houben, N. Goossens & C.-A. Leunen, JPB. Liber amicorum Jean-Pierre Blumberg, Antwerpen: Intersentia 2021, p. 470-472.

89 Daarin verschilt een ‘bookbuilding’-procedure van een ‘auction’-procedure, die wel volgens wettelijke regels verloopt. Zie hierover F. Cornelli & D. Goldreich, *Bookbuilding and strategic allocation*, Journal of Finance 2001, p. 2338.

90 Legein 2008, p. 269. S. Witty, D. Hirschowitz & W. Pearce, *Underwriting practice and procedure*, in: R.S. Panasar & P.J. Boeckman (red.), *European securities law*, Oxford: Oxford University Press 2021, p. 522.

91 Zie bijv. X. Liu & J. Ritter, *The economic consequences of IPO spinning*, Review of Financial Studies 2010, p. 2024-2059; T. Jenkinson, H. Jones & F. Suntheim, *Quid pro quo? What factors influence IPO allocations to investors?*, Journal of Finance 2018, p. 2303-2341; J.R. Ritter & D. Zhang, *Affiliated mutual funds and the allocation of initial public offerings*, Journal of Financial Economics 2007, p. 337-368.

92 Zie resp. art. 7:193 en 7:97 WVV.

93 Zie bijv. In re MFW Shareholders Litig., 67 A.3d 496, 503 (Del. Ch. 2013). Zie ook in die zin G. Subramanian, *Fixing freezeouts*, Yale Law Journal 2005, p. 50 en 59; G. Subramanian, *Post-siliconix freeze-outs: Theory and evidence*, Journal of Legal Studies 2007, p. 1-26.

94 Zie voor de Verenigde Staten Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635, 644 (Del. 2014). Zie voor het Verenigd Koninkrijk LR 11.1.7.

95 Zie art. 7:97 WVV.

96 Zie bijv. Z. Goshen, *The efficiency of controlling corporate self-dealing: Theory meets reality*, California Law Review 2003, p. 407 en 415-416 (met betrekking tot de goedkeuring door een meerderheid van de minderheidsaandeelhouders); L. Enriques, *Related party transactions: Policy options and real-world challenges (with a critique of the European Commission proposal)*, European Business Organization Law Review 2015, p. 20 (met betrekking tot de goedkeuring door de niet-geconflicteerde bestuurders).

agency costs door de bijkomende aandeelhoudersbescherming opweegt tegen de bijkomende principal costs.

5 De controlebeschermingsfunctie: open normen en overnamerecht

De derde functie van aandeelhoudersbescherming bij kapitaalverhoging is de controlebeschermingsfunctie. Deze functie wil aandeelhouders beschermen tegen het opportunistisch gebruik van kapitaalverhogingen door de insiders om de stemrechten van minderheidsaandeelhouders te verwateren en de controle over de vennootschap over te dragen of te behouden voor zichzelf. De eerder besproken technieken van aandeelhoudersbescherming vervullen allemaal ook een controlebeschermingsfunctie. Zo laten voorkeursrechten aandeelhouders toe om zich te beschermen tegen stemkrachtverwatering door in te schrijven op de kapitaalverhoging. Ook aandeelhoudersgoedkeuring heeft een controlebeschermingsfunctie, aangezien aandeelhouders tegen een kapitaalverhoging kunnen stemmen die hun stemrechten verwateren. Echter, zoals hierboven reeds besproken, heeft in België en Frankrijk de raad van bestuur in de praktijk vaak een ruime machtiging om over te gaan tot een kapitaalverhoging, wat ook de controlebeschermingsfunctie ondermijnt. Hoewel in de Verenigde Staten aandeelhoudersgoedkeuring in het algemeen slechts een kleine rol speelt bij de bescherming van aandeelhouders, vereisen de listing rules van de belangrijkste beurzen daar wel dat een kapitaalverhoging die leidt tot een verandering in controle steeds wordt goedgekeurd door de aandeelhouders.⁹⁷

Een andere belangrijke situatie waarbij de controlebeschermingsfunctie sterk speelt, is wanneer een kapitaalverhoging wordt gebruikt als verweermiddel, bijvoorbeeld tegen een vijandige overname. Een kapitaalverhoging aan met het management bevriende partijen maakt het immers moeilijker voor een vijandige overnemer om de controle over de vennootschap te verwerven, aangezien de stemrechten van de overnemer worden verwaterd. De belangenconflictprocedures besproken in de vorige paragraaf hebben hier ook een controlebeschermingsfunctie, of toch in de mate dat er aandelen worden uitgegeven aan verbonden partijen als verdedigingstechniek. Daarnaast zien we hier weer een verschil tussen de Amerikaanse benadering, die sterker vertrouwt op algemene standards, en de Europese benadering, die eerder gebruik maakt van rules.

In de Verenigde Staten spelen standards een belangrijke rol om te bepalen wanneer verweermiddelen (waaronder kapitaalverhogingen) een schending uitmaken van de *fiduciary duties* van bestuurders. Het belangrijkste verweermiddel tegen vijandige overnames in de Verenigde Staten is de 'poison pill'. De poison pill maakt het praktisch onmogelijk voor potentiële bidders om een vijandig bod uit te brengen, maar vriendelijke over-

namebiedingen kunnen wel nog doorgaan.⁹⁸ In Delaware is een verweermiddel zoals de 'poison pill' in principe geoorloofd, mits de raad van bestuur kan aantonen dat (1) er een bedreiging is voor de vennootschap, en (2) het verweermiddel proportioneel is met de bedreiging – de zogenoemde *Unocal*-test.⁹⁹ In de praktijk stellen rechtbanken zich erg terughoudend op bij deze test. In een aantal gevallen passen de rechtbanken wel een strengere test toe. Ten eerste, als de raad van bestuur de vennootschap te koop zet, dan passen de rechtbanken de *Revlon*-test toe, waarbij de rol van de raad van bestuur verandert naar het maximaliseren van de verkoopprijs voor de aandeelhouders.¹⁰⁰ Ten tweede, als de raad van bestuur een verweermiddel gebruikt dat de stemrechten van aandeelhouders inperkt, bijvoorbeeld door het stemrecht van een vijandige aandeelhouder te verwateren via een kapitaalverhoging, dan is de strengere *Blasius*-test van toepassing, die een 'compelling justification' vereist, een veel zwaardere test.¹⁰¹ De conclusie is dat de raad van bestuur wel een (voorwaardelijke) kapitaalverhoging mag gebruiken om een vijandig bod te blokkeren, maar dat een kapitaalverhoging niet mag worden gebruikt om eenieder te bevoordelen boven een andere of de stemrechten van een vijandige aandeelhouder te verwateren.

Het Verenigd Koninkrijk hanteert, in tegenstelling tot de Verenigde Staten, een rules-benadering ten opzichte van verweermiddelen tegen vijandige overnames. Er is een specifieke en duidelijke regel die een verbod oplegt aan de raad van bestuur om een (potentieel) overnamebod tegen te houden.¹⁰² Zelfs buiten de context van openbare overnames verbiedt de rechtspraak over de 'fiduciary duties' dat een kapitaalverhoging wordt gebruikt voor een andere primaire doelstelling dan het ophalen van kapitaal, de zogenoemde 'proper purpose'-doctrine.¹⁰³ Een tweede verschil is dat het Verenigd Koninkrijk ook veel minder managementvriendelijk is. Het overnamerecht van het Verenigd Koninkrijk ontwikkelde zich immers op basis van zelfregulering door een hecht clubje van institutionele investeerders; het overnamerecht in de Verenigde Staten daarentegen ontwikkelde zich via de rechtbanken, waarbij verschillende staten met elkaar in competitie gingen om het management een flexibel vennootschapsrecht te kunnen aanbieden

⁹⁷ § 312.03(d) en § 303A.08 NYSE Listed Company Manual; § 713(b) NYSE American Company Guide; § 5635(b) Nasdaq Stock Market Rules.

⁹⁸ M. Kahan & E.B. Rock, How I learned to stop worrying and love the pill: Adaptive responses to takeover law, *University of Chicago Law Review* 2002, p. 875.

⁹⁹ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985); *Moran v. Household Int'l, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985) (toepassing van de *Unocal*-test op de 'poison pill').

¹⁰⁰ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

¹⁰¹ *Blasius Indus., Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988). Zie voor een aantal toepassingsgevallen op een kapitaalverhoging *Glazer v. Zapata Corp.*, 658 A.2d 176 (Del. Ch. 1993); *WNH Invs., LLC v. Batzel*, No. C.A. 13931, 1995 WL 262248 (Del. Ch. 28 april 1995); *Commonwealth Assocs. v. Providence Health Care, Inc.*, No. CIV. A. 13135, 1993 WL 432779 (Del. Ch. 22 oktober 1993).

¹⁰² Rule 21 Takeover Code (Verenigd Koninkrijk).

¹⁰³ Zie bijv. *Howard Smith Ltd v. Ampol Petroleum Ltd* [1974] AC 821, *PC; Clemens v. Clemens Bros Ltd* [1976] 2 All ER 268.

(‘regulatory competition’), wat leidde tot een meer managementvriendelijk overnamerecht.¹⁰⁴

België en Frankrijk bevinden zich qua verweermiddelen tegen vijandige biedingen tussen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk in. In de eerste plaats is er een aantal duidelijke regels die het gebruik van verweermiddelen beperken. In België kan een raad van bestuur enkel gebruik maken van het toegestaan kapitaal om zich te verweren tegen een openbaar bod indien hij daartoe specifiek gemachtigd is, de maximale grootte van de kapitaalverhoging beperkt is tot 10%, en de uitgifteprijs gelijk is aan de biedprijs.¹⁰⁵ Dit beperkt natuurlijk de effectiviteit van de kapitaalverhoging als verweermiddel. Daarnaast wijst mijn empirisch onderzoek bij Belgische genoteerde vennootschappen uit dat slechts 40% van de vennootschappen een dergelijke machtiging heeft. In Frankrijk kon het toegestaan kapitaal vroeger simpelweg niet worden gebruikt tijdens de periode van een overnamebod, maar sinds de Loi Florange is deze regel afgeschaft en kan de raad van bestuur het toegestaan kapitaal wel gebruiken als verweermiddel, tenzij de statuten dit expliciet verbieden.¹⁰⁶ Volgens een empirische studie die ik deed bij 162 Franse genoteerde vennootschappen koos 61% van de vennootschappen ervoor om dit te verbieden, waardoor de kapitaalverhoging vaak niet beschikbaar is als verweermiddel. Bepaalde zaken, zoals de Société Générale-zaak¹⁰⁷ in België en de Groupe André-zaak¹⁰⁸ in Frankrijk, suggereren wel dat de Belgische en Franse rechtbanken minder streng lijken te zijn dan die van Delaware: in beide zaken liet de rechtbank een kapitaalverhoging toe die de stemrechten van de vijandige bieder verwaterde, terwijl dit in Delaware wellicht verboden zou zijn onder de Blasius-test. In elk geval is de Franse en Belgische benadering minder streng voor verweermiddelen dan de Britse. Dit kan worden verklaard doordat de grotere aanwezigheid van controlerende aandeelhouders in België en Frankrijk verweermiddelen minder problematisch maakt, aangezien controlerende aandeelhouders de managers efficiënter kunnen disciplineren dan vijandige overnames dat kunnen.¹⁰⁹ Een andere verklaring is dat het toelaten van verweermiddelen is ingegeven vanuit een protectionistische politiek.¹¹⁰

Elk van de bovenstaande benaderingen ten opzichte van de controlebeschermingsfunctie heeft voor- en nadelen. Zo argumenteren bepaalde auteurs bijvoorbeeld dat verweermiddelen verboden zouden moeten zijn, omdat het management ze anders zal gebruiken om de eigen positie (en de bijbehorende private voordelen) te beschermen.¹¹¹ Andere auteurs argumenteren dan weer dat aandeelhouders in kunnen gaan op een bod tegen een te lage prijs, doordat ze onvoldoende geïnformeerd zijn of uit zijn op kortetermijnwinst, en dat verweermiddelen de raad van bestuur toelaten om de vennootschap hiertegen te beschermen.¹¹² Het empirisch bewijs over verweermiddelen is ook verdeeld.¹¹³ Ik neem dan ook geen standpunt in over de wenselijkheid van de ene of de andere benadering, maar beperk mij tot het in kaart brengen van de verschillende benaderingen en de ratio hiervan.

6 Besluit

Op basis van de bovenstaande analyse besluit ik dat er verschillende complementaire technieken bestaan om de drie functies van aandeelhoudersbescherming bij kapitaalverhoging (de disciplineringsfunctie, de antitunnelingsfunctie en de controlebeschermingsfunctie) te vervullen. In de onderzochte landen worden aandeelhouders beschermd door voorkeursrechten, goedkeuring door de algemene vergadering, belangenconflictprocedures, het overnamerecht en open normen. Het belang van elk van deze technieken verschilt echter sterk per land. In mijn proefschrift heb ik proberen aan te tonen dat elke benadering haar voor- en nadelen kent. Mijn conclusie is ook niet dat één manier om aandeelhouders te beschermen bij kapitaalverhoging beter is dan een andere, of dat een bepaald land zijn keuze voor een bepaalde techniek van aandeelhoudersbescherming moet wijzigen naar een andere. Vaak zijn er goede redenen voor de verschillende benaderingen, zoals verschillen in de (historische) institutionele context, zoals de aandeelhoudersstructuur of de specialisatie van de rechtbank. Wel heb ik in bepaalde situaties concrete voorstellen gedaan om het gebruik van een bepaalde techniek van aandeelhoudersbescherming te optimaliseren, bijvoorbeeld wat betreft het toegestaan kapitaal en kapitaalverhogingen aan verbonden partijen, voornamelijk met betrekking tot het Belgische juridisch kader. Hopelijk kan de analyse hierboven leiden tot een beter begrip van de ratio achter de regulering van kapitaalverhoging, en wetgevers inspireren om deze regulering te verbeteren. Dit geldt niet enkel voor de bestudeerde landen, maar ook voor andere landen waar gelijkaardige problemen bij kapitaalverhogingen bestaan.

104 Zie hierover J. Armour & D.A. Skeel, Jr., Who writes the rules for hostile takeovers, and why? The peculiar divergence of U.S. and U.K. takeover regulation, *Georgetown Law Journal* 2007, p. 1727-1794.

105 Art. 7:202 WVV.

106 Art. L233-32, I Code de commerce (Frankrijk).

107 Brussel 1 maart 1988, TRV 1988/115 m.nt. S. Raes, K. Geens en M. Wyckaert.

108 Parijs 15 maart 2000, Atticus Management Ltd v. SA Groupe André, Bull. Joly Sociétés 2000/625 m.nt. A. Couret.

109 P. Davies, K.J. Hopt & W.-G. Ringe, Control transactions, in: J. Armour e.a. (red.), *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 238.

110 Dit geldt met name voor de Loi Florange, die een duidelijk protectionistisch doel had. Zie J. Mukwiri, Protectionism and the EU market for corporate control: Is it possible to get the best of both worlds?, *European Company and Financial Law Review* 2018, p. 320; M. Pargendler, The grip of nationalism on corporate law, *Indiana Law Journal* 2020, p. 543.

111 Zie bijv. L.A. Bebchuk, The case against board veto in corporate takeovers, *University of Chicago Law Review* 2002, p. 973-1035; Davies, Hopt & Ringe 2017, p. 207; R.J. Gilson, A structural approach to corporations: The case against defensive tactics in tender offers, *Stanford Law Review* 1981, p. 819-891; F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, The proper role of a target's management in responding to a tender offer, *Harvard Law Review* 1981, p. 1161-1204.

112 Zie bijv. M. Lipton, Takeover bids in the target's boardroom, *Business Lawyer* 1979, p. 108 en 113-116; M. Lipton, Pills, polls, and professors redux, *University of Chicago Law Review* 2002, p. 1037-1065; Goshen & Squire 2017, p. 817.

113 Zie Vos 2021, par. 5.6 voor een uitgebreid overzicht.