

De versoepeling van het verbod op financiële bijstand: een stap in de goede richting?

Philippe Mulliez en Joke Pattyn¹

I. Inleiding	320
II. Het oorspronkelijke verbod op financiële bijstand	320
<i>II.1. De Tweede Vennootschapsrichtlijn</i>	320
<i>II.2. De Belgische implementatie van het verbod</i>	321
III. Naar een vereenvoudiging en versoepeling van het vennootschapsrecht	322
<i>III.1. De Wijzigingsrichtlijn d.d. 6 september 2006</i>	322
<i>III.2. De Belgische implementatie van de versoepeling</i>	323
IV. Toepassingsgebied van de voorschriften inzake financiële bijstand	324
<i>IV.1. Van een verbod op financiële bijstand naar een principiële toelating</i>	324
<i>IV.2. Middelen voorschieten en leningen toestaan</i>	324
<i>IV.3. Verstrekken van zekerheden</i>	325
<i>IV.4. Financiële bijstand door de doelvennootschap</i>	326
<i>IV.5. Met het oog op</i>	327
<i>IV.6. Verkrijgen van aandelen of winstbewijzen</i>	328
<i>IV.7. Geldigheid alternatieve structuren</i>	328
V. De voorwaarden waaronder financiële bijstand toegelaten is	330
<i>V.1. Het verlenen van financiële bijstand gebeurt onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur</i>	330
<i>V.2. Financiële bijstand gebeurt tegen billijke marktvoorwaarden met name wat betreft de rente die de vennootschap ontvangt en de zekerheid die aan de vennootschap wordt verstrekt</i>	330
<i>V.2.1. Financiële bijstand met respect voor het vennootschapsbelang</i>	330
<i>V.2.2. Financiële bijstand tegen billijke marktvoorwaarden met name wat betreft de rente en de zekerheid</i>	331
<i>V.3. De kredietwaardigheid van iedere betrokken tegenpartij moet nauwgezet onderzocht worden</i>	333
<i>V.4. Het verslag van de raad van bestuur</i>	334
<i>V.4.1. Verplichte vermeldingen in het verslag van de raad van bestuur</i>	334
a. De redenen van de verrichting	334
b. Het belang dat de vennootschap bij het aangaan van een dergelijke verrichting heeft	334
c. De voorwaarden waartegen de verrichting wordt aangegaan	334
d. De aan de verrichting verbonden risico's voor de liquiditeit en de solvabiliteit	334
e. De prijs waartegen de derde geacht wordt de aandelen te verkrijgen	334
<i>V.4.2. De publicatieverplichting van het verslag van de raad van bestuur</i>	335
<i>V.4.3. Belangenconflicten</i>	336
<i>V.5. De voorafgaande goedkeuring door de algemene vergadering</i>	336
<i>V.6. De beperking van het bedrag van de financiële bijstand en de onbeschikbare reserve</i>	337
<i>V.7. Financiële bijstand bij verkoop van eigen aandelen en kapitaalverhoging</i>	339
VI. Beperkte wijzigingen aan de bestaande uitzonderingen	340
VII. De sancties bij schending van artikel 629 W.Venn.	341
<i>VII.1. De civielrechtelijke sancties</i>	341
<i>VII.1.1. Nietigheid</i>	341
<i>VII.1.2. Bestuurdersaansprakelijkheid</i>	342
<i>VII.2. De strafrechtelijke sanctie</i>	343
VIII. Besluit	344

¹ Advocaten Eubelius.

SAMENVATTING

Het KB van 8 oktober 2008 heeft, in uitvoering van de gewijzigde Tweede Vennootschapsrichtlijn, een aantal wijzigingen doorgevoerd in het Wetboek van Vennootschappen. Eén daarvan is de afschaffing van het absolute verbod op financiële bijstand. Door dit verbod was het een vennootschap niet toegestaan om middelen voor te schieten, leningen toe te staan of zekerheden te stellen met het oog op de verkrijging van haar aandelen door een derde. Het verlenen van financiële bijstand is thans onder bepaalde voorwaarden toegelaten. Enerzijds werden daarbij de belangrijkste voorwaarden die gelden in het kader van de inkoop van eigen aandelen eveneens van toepassing gemaakt op het verlenen van financiële bijstand (machtiging van de algemene vergadering, beperking tot de uitkeerbare ruimte, verplichting tot het aanleggen van een onbeschikbare reserve). Anderzijds gelden een aantal bijkomende waarborgen die beogen te verzekeren dat de steunverlening tegen 'billijke marktvoorwaarden' plaatsvindt, dat het vennootschapsbelang wordt gerespecteerd en dat bijzondere voorzorgen worden genomen in geval van belangenconflicten. Of al deze voorwaarden noodzakelijk en opportuun zijn, is maar de vraag. Een aantal ervan laat bovendien ruimte voor interpretatie en de praktische en concrete invulling zal vaak niet evident zijn. Rekening houdend met de zware sancties op het miskennen van de voorschriften inzake financiële bijstand, zal dit de concrete toepassing van het nieuwe regime wellicht in belangrijke mate hypothekeren. In elk geval belet de gewijzigde invalshoek (van een verbod naar een toelating onder voorwaarden) o.i. niet dat de oude rechtsleer en rechtspraak omtrent de afbakening van het toepassingsgebied van de financiële bijstand nog steeds relevant blijft. De alternatieve structuren die in het verleden reeds werden toegepast, zullen dan ook hun nut blijven behouden, naast de mogelijkheid om nu ook 'echte' financiële bijstand te verlenen mits naleving van de wettelijke voorwaarden.

RÉSUMÉ

L'AR du 8 octobre 2008 a introduit, en exécution de la Deuxième Directive sur le droit des sociétés, quelques modifications dans le Code des sociétés. Une des modifications est la suppression de l'interdiction absolue de l'assistance financière. Suivant cette interdiction, une société ne pouvait pas avancer des fonds ou accorder des prêts ou des sûretés en vue d'une acquisition de ses actions par un tiers. L'allocation de l'assistance financière est à présent autorisée sous certaines conditions. D'une part, les conditions les plus importantes prévues dans le cadre du rachat d'actions propres sont rendues applicables à l'allocation de l'assistance financière (autorisation de l'assemblée générale, limitation à la marge distribuable, obligation de constituer une réserve indisponible). D'autre part, une série de garanties supplémentaires est applicable visant à garantir que l'assistance financière ait lieu à de justes conditions de marché, que l'intérêt de la société soit respecté et que des précautions particulières soient prises en cas de conflits d'intérêts. La question se pose si toutes ces conditions étaient nécessaires et opportunes. Quelques-unes donnent en outre lieu à une marge d'interprétation et l'application concrète et pratique ne sera souvent pas évidente. Tenant compte des lourdes sanctions sur la méconnaissance des dispositions relatives à l'assistance financière, ceci compliquera probablement dans une mesure importante l'application concrète du nouveau régime. En tout cas, la nouvelle optique n'empêche pas que l'ancienne doctrine et jurisprudence concernant la délimitation du domaine d'application de l'assistance financière restent encore relevantes. Les structures alternatives qui ont déjà été appliquées au passé, continueront également à garder leur utilité, hors la possibilité d'accorder à présent une 'véritable' assistance financière moyennant l'observation des conditions légales.

I. INLEIDING

1. Tot voor kort was elke vorm van financiële bijstand verboden. Een vennootschap² mocht geen middelen voorschieten, leningen toestaan of zekerheden stellen met het oog op het verwerven van (certificaten die betrekking hebben op) haar aandelen (of winstbewijzen) (verder in deze bijdrage aangeduid met de generieke term ‘financiële bijstand’). Bij dit verbod en de oorsprong daarvan wordt in titel II van deze bijdrage kort stilgestaan.

De overnamepraktijk was al lang vragende partij naar een versoepeling of zelfs volledige afschaffing van dit verbod. Sinds 1 januari 2009 is deze versoepeling een feit. Ingevoerd door het KB van 8 oktober 2008³, in uitvoering van een richtlijn van 6 september 2006⁴, is financiële bijstand thans toegestaan, zij het onder strikte voorwaarden (zie titel III).

De gewijzigde invalshoek (van een verbod naar een principiële toelating onder voorwaarden) wijzigt o.i. niets aan het toepassingsgebied van de bewuste bepalingen. De door de wetgever gehanteerde terminologie werd op dit punt niet veranderd. De oude rechtsleer en rechtspraak omtrent het toepassingsgebied van de wettelijke bepalingen inzake financiële bijstand blijft dan ook relevant (zie titel IV).

Zoals gezegd, is de afschaffing van het absolute verbod op financiële bijstand niet onvoorwaardelijk. De – strenge – voorwaarden die de wetgever heeft opgelegd opdat financiële bijstand zou toegelaten zijn, worden in titel V van deze bijdrage behandeld.

Tot slot wordt stilgestaan bij de uitzonderingen op de bepalingen inzake financiële bijstand (titel VI) en de sancties bij miskenning van de wettelijke voorschriften (titel VII).

II. HET OORSPRONKELIJKE VERBOD OP FINANCIËLE BIJSTAND

II.1. De Tweede Vennootschapsrichtlijn

2. Aan heel wat bepalingen uit het Belgisch vennootschapsrecht ligt Europese regelgeving ten grondslag die de coördinatie en harmonisatie – tot op zekere hoogte – van de nationale vennootschapswetgeving binnen de Europese Unie beoogt. Dit is niet anders voor de bepalingen uit het Wetboek van Vennootschappen inzake de vorming en instandhouding van het maatschappelijk kapitaal. De Belgische voorschriften ter zake gaan terug op een richtlijn die reeds dateert van 13 december 1976, de zogenaamde Tweede Vennootschapsrichtlijn⁵, en die de coördinatie beoogt van de nationale bepalingen inzake de oprichting van naamloze vennootschappen en de instandhouding, verhoging en vermindering van hun kapitaal⁶.

3. Klassiek wordt aan het maatschappelijk kapitaal van een vennootschap een tweevoudige functie toegemeten⁷. Op het interne vlak fungeert het maatschappelijk kapitaal als maatstaf voor de rechten en verplichtingen van de aandeelhouders, terwijl op het externe vlak het maatschappelijk kapitaal als waarborg strekt voor de vennootschapschuldeisers.

Ter vrijwaring van deze externe waarborgfunctie werden door de Tweede Vennootschapsrichtlijn o.m. een aantal regels ingevoerd “*ter instandhouding van het kapitaal, dat een waarborg vormt voor de schuldeisers, inzonderheid door te verbieden dit kapitaal aan te tasten door onverplichte uitkeringen aan de aandeelhouders en door de mogelijkheid dat een vennootschap eigen aandelen inkoop, te beperken*”⁸.

² Het gaat om de NV, de BVBA, de CVBA, de Comm.VA, de Europese Vennootschap (SE) en de Europese CVBA (SCE ‘met beperkte aansprakelijkheid’).

³ Koninklijk besluit van 8 oktober 2008 tot wijziging van het Wetboek van Vennootschappen ingevolge richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 september 2006 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, BS 30 oktober 2008.

⁴ Richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 september 2006 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, Pb.L. 264/32 d.d. 25 september 2006.

⁵ Tweede richtlijn van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van art. 58, 2^{de} al., 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, RL 77/91/EEG, Pb.L. 26 d.d. 31 januari 1977, 1 (hierna de “Tweede Vennootschapsrichtlijn”).

⁶ Zie overweging (2) bij de Tweede Vennootschapsrichtlijn.

⁷ M. WYCKAERT, *Kapitaal in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 1995, nrs. 18-20; R. TAS, *Winstuitkering, kapitaalvermindering en -verlies in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 2003, nrs. 2-3; M. FYON, “L’arrêté royal du 8 octobre 2008 ou la réforme modeste de quelques règles techniques liées à la protection du capital social”, *Seminarie Vanham & Vanham*, 26 maart 2009, 3; M. HEENE en F. LECOUTRE, “Inbreng *in natura*, inkoop eigen aandelen en financiële bijstand”, *NjW* 2009, p. 474, nr. 2; T. DELVAUX, “Le capital en droit des sociétés, notions et constitution” in B. TILLEMANS, O. CAPRASSE, A. BENOÎT-MOURY en N. THIRION (eds.), *De oprichting van vennootschappen en de opstartfase van ondernemingen*, Brugge, die Keure, 2003, (511) 517 e.v. en M. FYON, “Le capital social: une notion en voie d’érosion?” in X (ed.), *Le droit des sociétés aujourd’hui: principes, évolutions et perspectives*, Brussel, Ed. du Jeune Barreau de Bruxelles, 2008, (75) 84 e.v.

⁸ Zie overweging (4) bij de Tweede Vennootschapsrichtlijn.

De Europese wetgever heeft m.a.w. willen verhinderen dat het vermogen van de vennootschap door vrijwillige uitkeringen zou worden verminderd beneden het bedrag van het maatschappelijk kapitaal. Daartoe werd een ‘gesloten’ systeem van uitkeringen gecreëerd: slechts die uitkeringen zijn toegestaan waarin de wet uitdrukkelijk voorziet en mits eerbiediging van de daarvoor opgelegde voorwaarden⁹.

Ook het (princiële) verbod tot toekenning van financiële bijstand door een vennootschap met het oog op de verkrijging van haar aandelen door een derde kaderde binnen diezelfde betrachting van instandhouding van het maatschappelijk kapitaal¹⁰. Daarbij speelt de bekommernis dat het risico van insolventie van de verwerver van de aandelen niet mag verlegd worden naar de doelvennootschap ten nadele van haar schuldeisers¹¹.

Daarnaast bevatte de Tweede Vennootschapsrichtlijn onder meer ook regels inzake het wettelijk minimumkapitaal, de zogenaamde alarmbelprocedure, inkoop van eigen aandelen, kapitaalvermindering, winstuitkering en plaatsing en storting van het kapitaal (waaronder de voorschriften inzake inbreng in natura).

4. Dat dergelijke kapitaalbescherming slechts relatief is, spreekt voor zich. De middelen die ter beschikking van de vennootschap zijn gesteld, blijven steeds onderworpen aan de (economische) risico's van de onderneming¹². Bovendien is in vele vennootschappen het bedrag van het maatschappelijk kapitaal ook vrij beperkt in verhouding tot de gevoerde activiteiten.

Niettemin was het uitgangspunt van artikel 23 van de Tweede Vennootschapsrichtlijn dat van een principiële verbod op het verlenen van financiële bijstand: “1. Een vennootschap mag geen middelen voorschieten, leningen toe-

staan of zekerheden stellen met het oog op de verkrijging van haar aandelen door derden.”

Slechts in drie uitzonderingen op dit verbod was voorzien¹³ m.n. voor (i) verrichtingen in de gewone bedrijfsuitoefening van banken en andere financiële instellingen, (ii) verrichtingen tot verkrijging van aandelen door of voor het personeel van de doelvennootschap of van een met haar verbonden vennootschap en (iii) verrichtingen met het oog op verkrijging van aandelen in een beleggingsmaatschappij met vast kapitaal¹⁴.

II.2. De Belgische implementatie van het verbod

5. Aan artikel 23 van de Tweede Vennootschapsrichtlijn werd door de Belgische wetgever uitvoering gegeven door de wet van 5 december 1984¹⁵. Het verbod op financiële bijstand dat hierdoor in de Belgische vennootschapswetgeving werd ingevoerd, hernam nagenoeg woordelijk de bewuste bepaling van de Tweede Vennootschapsrichtlijn.

De Belgische wetgever toonde zich zelfs overijverig. Daar waar de Tweede Vennootschapsrichtlijn enkel strekte tot harmonisering van de nationale regelgeving van toepassing op naamloze vennootschappen, werd het toepassingsgebied in het Belgisch vennootschapsrecht – net zoals overigens in de wetgeving van diverse andere lidstaten – in belangrijke mate uitgebreid tot andere vennootschapsvormen met een meer besloten karakter¹⁶.

Anderzijds werden dan weer niet alle door de Tweede Vennootschapsrichtlijn toegelaten uitzonderingen op het principiële verbod door de Belgische wetgever ten volle benut. In een eerste stadium werd enkel de eerste uitzondering ten behoeve van banken en financiële instellingen opgenomen.

⁹. K. TROCH, *Ondernemingsfinanciering bij de overname van vennootschappen. Een praktische commentaar op artikel 629 Wetboek van Vennootschappen* in de reeks *Bibliotheek Handelsrecht Larquier – Vennootschaps- en financieel recht*, Gent, Larquier, 2004, 12. Zie ook Gent 11 april 2005, *TRV* 2008, (311) 313.

¹⁰. J. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, “Juridische aspecten van de (Leveraged) Management Buy-Out”, *TBH* 1989, 122; Ch. MICHIELS, “Private Equity – vennootschapsrechtelijke aandachtspunten” in R. HOUBEN en S. RUTTEN (eds.), *Actuele problemen van financieel, vennootschaps- en fiscaal recht*, Antwerpen, Intersentia, 2007, p. 290, nr. 23; K. TROCH, *o.c.*, 11-13; J. LIEVENS, “De gevaren van artikel 52ter Vennootschappenwet”, *Not.Fisc.M.* 1994, (13) 14; F. HELLEMANS en R. TAS, “De financiering door de NV van een verkrijging van haar aandelen door derden – De management buy-out” in X (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., 2001, p. I.2.9-1; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *TRV* 2008, (242) 253; P. BIENENSTOCK, “Financing the acquisition” in W. DE JONGHE en W. VAN DE VOORDE (eds.), *M&A in Belgium*, Den Haag, Kluwer International, 2001, (83) 89 en F. TANGHE en Y. VAN PUL, “Financiële bijstand in het kader van acquisitie-financiering (art. 629 W.Venn.): recente evoluties”, *T.Fin.R.* 2005/1, nr. 7. Zie voor een bespreking van de ontstaansgeschiedenis van de betreffende bepaling o.m. ook: E. WYMEERSCH, “Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company” in J. BASEDOW, K.J. HOPT en H. KOTZ (eds.), *Festschrift für Ulrich Drobnig*, Tübingen, Mohr Siebeck, 1998, (725) 730 e.v.

¹¹. S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, 261.

¹². Zie ook S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, 253.

¹³. Met dien verstande weliswaar dat de bedragen bestemd voor deze verrichtingen vatbaar moeten zijn voor uitkering conform art. 617 W.Venn.

¹⁴. Art. 23, lid 2 en 3 Tweede Vennootschapsrichtlijn; J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 119-120.

¹⁵. Wet van 5 december 1984 tot wijziging van de wetten op de handelsvennootschappen, gecoördineerd op 30 november 1935, *BS* 12 december 1984.

¹⁶. Zo werden de meeste bepalingen uit de Tweede Vennootschapsrichtlijn naar Belgisch recht ook van toepassing gemaakt op de BVBA (zie oud art. 329 W.Venn.) en naderhand ook op de CVBA (zie oud art. 430 W.Venn.) en waren krachtens het Wetboek van Vennootschappen de bepalingen inzake de NV ook in belangrijke mate van toepassing op de Comm.VA (art. 657 *juncto* art. 629 W.Venn.) en de Europese Vennootschap (SE) (art. 9, 1, c), (ii), van verordening (EG) nr. 2157/2001 van de Raad van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese Vennootschap (SE) (de “SE-Verordening”) *juncto* art. 629 W.Venn.) terwijl de bepalingen inzake de CVBA in belangrijke mate ook golden voor de Europese CVBA (SCE ‘met beperkte aansprakelijkheid’) (zie art. 8, 1, c), (ii), van verordening (EG) nr. 1435/2003 van de Raad van 22 juli 2003 betreffende het statuut voor een Europese Coöperatieve Vennootschap (SCE) (de “SCE-Verordening”) *juncto* art. 430 W.Venn.).

De derde uitzondering die betrekking heeft op beleggingsmaatschappijen met vast kapitaal werd niet overgenomen omdat dergelijke investeringen in België door gemeenschappelijke beleggingsfondsen worden uitgevoerd die aan een bijzondere reglementering onderworpen zijn¹⁷. De reden waarom de uitzondering ten voordele van het personeel niet

meteen werd overgenomen, is niet geheel duidelijk en berust mogelijks op een onachtzaamheid van de wetgever¹⁸. In elk geval werd dit nadien rechtgezet bij wet van 18 juli 1991 die in het toenmalige artikel 52ter van de Belgische Vennootschapswet twee bijkomende uitzonderingen ten behoeve van het personeel heeft ingevoerd¹⁹.

III. NAAR EEN VEREENVOUDIGING EN VERSOEPILING VAN HET VENNOOTSCHAPSRECHT

III.1. De Wijzigingsrichtlijn d.d. 6 september 2006²⁰

6. De Tweede Vennootschapsrichtlijn is in de praktijk niet zonder kritiek gebleven²¹. Vooral de sterke focus op het maatschappelijk kapitaal als middel tot bescherming van aandeelhouders en schuldeisers kwam steeds meer onder druk te staan. De bepalingen van de Tweede Vennootschapsrichtlijn werden als een belangrijke rem ervaren op de ondernemingspraktijk, die niet in verhouding werd geacht met de effectiviteit van deze bepalingen in het licht van de nagestreefde doeleinden²².

De Europese wetgever is niet doof gebleven voor deze steeds toenemende kritiek. In 1996 nam de Europese Commissie onder de naam 'SLIM' (*Simpler Legislation for the Internal Market*) reeds het initiatief tot vereenvoudiging van de communautaire wetgeving²³. In het kader daarvan werd ook een werkgroep opgericht die zich o.m. op het vennootschapsrecht toelagde (fase IV van het SLIM-project). Het eind-

rapport van de SLIM IV-werkgroep werd in oktober 1999 afgeleverd en bevatte een aantal concrete voorstellen²⁴. In het bijzonder met betrekking tot de hier behandelde problematiek van financiële bijstand stelde de SLIM IV-werkgroep voor om dit verbod terug te brengen "tot een praktisch uitvoerbaar minimum door deze te beperken tot het bedrag van de uitkeerbare netto-activa of tot het door middel van nieuw uitgegeven aandelen geplaatste kapitaal".

Nadat de Europese Commissie zich grotendeels akkoord verklaarde met de voorstellen van de SLIM IV-werkgroep²⁵, werd vervolgens in september 2001 een groep van deskundigen aangesteld met het oog op nader onderzoek omtrent een aantal vennootschapsrechtelijke materies, de zgn. 'High Level Group of Company Law Experts' met Prof. Jaap Winter als voorzitter²⁶. De High Level Group leverde begin november 2002 haar eindverslag af²⁷.

Inzake de problematiek van financiële bijstand formuleerde de High Level Group in haar rapport volgende aanbeveling: "Financial assistance should be allowed to the extent of the

17. J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *I.c.*, 120.

18. J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *I.c.*, 120; B. VAN BRUYSTEGEM, *De Vennootschappenwet 1984 na de tweede en vierde richtlijn*, Antwerpen, Kluwer, 1984, 83; L. DE BROE, "De Management Buy-Out", *AFT* 1992, 153 en X. DIEUX en D. WILLERMAIN, "L'acquisition de l'entreprise par les cadres" in X, *Legal tracks. I. Essays on contemporary corporate and finance law*, Brussel, Bruylant, 2003, (198) 201-204.

19. Wet van 18 juli 1991 tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van een doorzichtige organisatie van de markt van de ondernemingen en van de openbare overnameaanbiedingen, *BS* 26 juli 1991. Deze uitzondering werd pas in 1995 ook uitgebreid tot de BVBA.

20. Richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 september 2006 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, *Pb.L.* 264/32 d.d. 25 september 2006 (hierna de "Wijzigingsrichtlijn"). Volledigheidshalve wordt opgemerkt dat de Tweede Vennootschapsrichtlijn in 1992 reeds een eerste maal werd gewijzigd, hetgeen in 1995 o.m. leidde tot een verstrenging in de Belgische vennootschapswetgeving van de regels inzake inkoop van eigen aandelen (zie de wetten van 7 en 13 april 1995).

21. Zie voor een samenvatting van de voornaamste kritiek op het verbod van financiële bijstand: S. BOGAERTS, "Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?", *I.c.*, 254, voetnoot 37. Zie o.m. ook E. FERRAN, "Simplification of European Company Law on Financial Assistance", *European Business Organization Law Review* 2005, 93 en meer algemeen H. CULOT en M. VAN BUGGENHOUT, "Droit européen des sociétés: vers une réforme du 'capital'?", *JTDE* 2007, 193 e.v. en H. CULOT en P.-Y. THOUMSIN, *I.c.*, 93 e.v.

22. R. TAS, "Wijzigingen inzake de bijeenbrenging en instandhouding van het maatschappelijk kapitaal: de afgeslankte Tweede Richtlijn", *TRV* 2006, (615) 616 en H. DE WILDE, "De gewijzigde Tweede Richtlijn – Nieuwe opportuniteiten voor het Belgische vennootschapsrecht", *Nieuwsbrief Notariaat* 2008, afl. 6, p. 1.

23. R. TAS, *I.c.*, p. 616, nr. 5 en G. CARTON DE TOURNAL, "La modernisation du droit européen des sociétés et son impact sur le droit belge des sociétés", *Bank Fin.R.* 2003/VI, (327) 328.

24. Dit rapport is opgenomen als bijlage bij Com (2000) 56. Zie tevens H. CULOT en M. VAN BUGGENHOUT, *I.c.*, p. 197, nr. 20.

25. Zie het verslag d.d. 4 februari 2000 van de Commissie aan het Europees Parlement en de Raad – Resultaten van de Vierde Fase van SLIM, Com (2000) 56 en waarin de Commissie zich bij wijze van conclusie inzake het vennootschapsrecht als volgt aansluit bij de aanbevelingen van de SLIM-IV werkgroep: "De Commissie heeft aangegeven het in grote lijnen eens te zijn met alle aanbevelingen, hoewel zij zich in een aantal gevallen het recht voorbehoudt om nader onderzoek en andere analyses uit te voeren en verder overleg te plegen alvorens zich ertoe te verbinden met voorstellen voor een wijziging van de twee richtlijnen te komen."

26. R. TAS, *I.c.*, p. 616-617, nrs. 6 e.v. en G. CARTON DE TOURNAL, *I.c.*, p. 328, nr. 4.

27. Report of the High Level Group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe d.d. 4 november 2002 (hierna het "HLG-rapport").

distributable reserves. A shareholders' resolution should in principle be required. The shareholders meeting should be allowed to authorise the board for a maximum period of time (e.g. five years) to engage the company in financial assistance within the limits of the distributable reserves. If this facility is to be allowed, there should be disclosure."²⁸.

Gebaseerd op deze voorbereidende werkzaamheden en na een algemeen overleg met de lidstaten in december 2002²⁹, maakte de Commissie op 21 mei 2003 haar 'actieplan' bekend, strekkende tot de modernisering van het vennootschapsrecht en de verbetering van de corporate governance in de Europese Unie³⁰.

Dit resulteerde uiteindelijk in een ontwerprichtlijn die op 29 oktober 2004 door de Commissie werd ingediend³¹. Na diverse amendementen werd op 6 september 2006 de Wijzigingsrichtlijn goedgekeurd die vervolgens op 25 september 2006 werd gepubliceerd.

7. De nieuwigheden die finaal in het kader van de Wijzigingsrichtlijn werden aangenomen, hebben betrekking op: (i) de invoering van een aantal uitzonderingen inzake de verplichte controle bij inbreng in natura, (ii) de vereenvoudiging van de regels inzake inkoop van eigen aandelen, (iii) een versoepeling van de voorschriften inzake financiële bijstand en (iv) de schuldeisersbescherming bij kapitaalvermindering³².

Met deze aanpassingen beoogde de Europese wetgever een aantal vereenvoudigingen van de bepalingen inzake het kapitaal van een naamloze vennootschap die tegelijk – zelfs in aanzienlijke mate – zouden moeten bijdragen tot de efficiëntie en het concurrentievermogen van het bedrijfsleven,

zonder dat daarbij afbreuk wordt gedaan aan de bescherming van de aandeelhouders en de schuldeisers van de vennootschap³³. De nieuwe voorschriften inzake financiële bijstand zouden moeten leiden tot meer flexibiliteit met betrekking tot wijzigingen in de eigendomsstructuur van het aandelenkapitaal van vennootschappen³⁴.

De Wijzigingsrichtlijn heeft het absolute verbod op financiële bijstand laten varen en onder bepaalde voorwaarden financiële bijstand toegelaten. Belangrijke inspiratiebron waren de voorwaarden zoals die gelden voor de verkrijging van eigen aandelen.

De aanpassing van het voorheen bestaande verbod op financiële bijstand werd door de Wijzigingsrichtlijn als een mogelijkheid, doch geen verplichting voor de lidstaten voorzien³⁵. Dat de Belgische wetgever van deze opportuniteit effectief gebruik heeft gemaakt, kan slechts worden toegejuicht.

III.2. De Belgische implementatie van de versoepeling

8. Conform artikel 2 van de Wijzigingsrichtlijn dienden de lidstaten uiterlijk tegen 15 april 2008 te zorgen voor omzetting van de nieuwe bepalingen in hun nationale wetgeving. Traditiegetrouw werden de wijzigingen in het Belgisch recht laatsttijdig ingevoerd bij koninklijk besluit van 8 oktober 2008³⁶. De nieuwe regelgeving is in werking getreden op 1 januari 2009.

De Belgische wetgever heeft daarbij, consistent met het verleden, de nieuwigheden niet enkel doorgevoerd voor de naamloze vennootschap, maar ook uitgebreid tot andere vennootschapsvormen (o.a. BVBA en CVBA)³⁷.

²⁸. Zie de executive summary op p. 15 van het HLG-rapport en verder op p. 85 van dit rapport.

²⁹. G. CARTON DE TOURNAL, *l.c.*, p. 328, nr. 4.

³⁰. G. CARTON DE TOURNAL, *l.c.*, p. 328, nr. 6; Mededeling d.d. 21 mei 2003 van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement – Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan, Com (2003) 284 definitief (hierna het "Actieplan").

³¹. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, Com (2004) 730 definitief. Zie voor een kritische noot met betrekking tot dit ontwerp o.m. E. FERRAN, *l.c.*, 93 e.v.

³². R. TAS, *l.c.*, 618.

³³. Zie op p. 9-11 van het Actieplan, alsook op p. 21 van het Actieplan: "De Commissie is van oordeel dat een vereenvoudiging van de Tweede Richtlijn op basis van deze voorstellen en aanbevelingen aanzienlijk zou bijdragen tot de verhoging van de efficiëntie en het concurrentievermogen van het bedrijfsleven, zonder afbreuk te doen aan de bescherming van de aandeelhouders en de schuldeisers.", waarnaar ook wordt verwezen in overweging (2) bij de Wijzigingsrichtlijn.

³⁴. Zie overweging (5) bij de Wijzigingsrichtlijn.

³⁵. Ch. MICHIELS, *l.c.*, 293.

³⁶. Koninklijk besluit van 8 oktober 2008 tot wijziging van het Wetboek van Vennootschappen ingevolge richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 september 2006 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, BS 30 oktober 2008, p. 57.491. De Koning was daar voorheen toe gemachtigd krachtens art. 79 van de wet van 8 juni 2008 houdende diverse bepalingen (I) (BS 16 juni 2008), met dien verstande dat krachtens art. 80 van diezelfde wet de kwestieuze besluiten uiterlijk op 31 juli 2009 dienden te zijn bekrachtigd. Dit laatste is inderdaad tijdig gebeurd door art. 175 van de wet van 6 mei 2009 houdende diverse bepalingen (BS 19 mei 2009).

³⁷. Zie verslag aan de Koning bij het KB van 8 oktober 2008, p. 1. Zie voor de toepasselijke bepalingen met betrekking tot de andere vennootschapsvormen (andere dan NV) *supra*, voetnoot 16.

De hiernavolgende bespreking van de gewijzigde wetgeving beperkt zich tot de nieuwe voorschriften inzake het verlenen

van financiële bijstand door een vennootschap aan een derde-verkrijger van aandelen van deze vennootschap³⁸.

IV. TOEPASSINGSGEBIED VAN DE VOORSCHRIFTEN INZAKE FINANCIËLE BIJSTAND

IV.1. Van een verbod op financiële bijstand naar een principiële toelating

9. Waar voorheen een absoluut verbod gold tot het verlenen van financiële bijstand, is financiële bijstand thans onder een aantal (strikte) voorwaarden toegestaan.

De gewijzigde invalshoek is alvast opmerkelijk. Daar waar in de oorspronkelijke ontwerprichtlijn nog sprake was van een ‘verbod, tenzij’³⁹, werd in de Wijzigingsrichtlijn van dit standpunt afgestapt en aangenomen dat de lidstaten financiële bijstand kunnen toestaan onder bepaalde voorwaarden. In uitvoering daarvan heeft de Belgische wetgever het uitgangspunt van artikel 629 W.Venn. dan ook aangepast: thans is financiële bijstand niet meer per se verboden, maar wordt vertrokken van het uitgangspunt dat dergelijke handelingen toegelaten zijn, zij het onder strikte voorwaarden. Of dit praktisch veel verschil oplevert, is maar de vraag⁴⁰.

10. Aan de gehanteerde terminologie, die het toepassingsgebied van artikel 629 W.Venn. bepaalt, werd op zich niets gewijzigd. Het betreft nog steeds “*het voorschieten van middelen, toestaan van leningen of stellen van zekerheden door een naamloze vennootschap met het oog op de verkrijging van haar aandelen of van haar winstbewijzen of met het oog op de verkrijging of de inschrijving door een derde van certificaten die betrekking hebben op aandelen of winstbewijzen*”.

De ‘oude’ rechtsleer en rechtspraak (d.i. daterend van vóór de inwerkingtreding van het nieuwe art. 629 W.Venn.) met betrekking tot de interpretatie en afbakening van het toepassingsgebied van artikel 629 W.Venn. blijft nog steeds relevant.

11. De meerderheid van de rechtsleer en (beperkte) rechtspraak is het er over eens dat de in artikel 629 W.Venn. opgesomde rechtshandelingen limitatief zijn en het artikel derhalve enkel van toepassing is op handelingen die kwalificeren als ‘middelen voorschieten, leningen toestaan of zekerheden stellen’⁴¹. Of echter de strafrechtelijke sanctionering van artikel 629 W.Venn. een afdoende argument is voor een restrictieve interpretatie ervan – zoals soms wordt voorgedragen – is betwistbaar en o.i. niet geheel correct⁴².

IV.2. Middelen voorschieten en leningen toestaan

12. Met de meerderheid van de rechtsleer kan worden aangenomen dat met de begrippen ‘*middelen voorschieten*’ en ‘*leningen toestaan*’ elke vorm van financiering wordt beoogd waarbij de vennootschap geld ter beschikking stelt dat achteraf moet worden terugbetaald, en dat artikel 629 W.Venn. derhalve niet van toepassing is op gelden die de vennootschap niet verlaten bij wijze van voorschot of lening, maar die in eigendom worden overgedragen (m.a.w. zonder verplichting tot terugbetaling)⁴³.

³⁸. Voor een bespreking van de andere wijzigingen die door het KB van 8 oktober 2008 aan het Wetboek van Vennootschappen werden aangebracht, zie o.m. S. BOGAERTS, “Nieuw kapitaalrecht – van kapitaal belang?”, *TRV* 2009, afl. 3, (235) 238-264; H. CULOT en P.-Y. THOUMSIN, *l.c.*, 94-97; H. BRAECKMANS, “Versoepelingen in het Wetboek Vennootschappen: inbreng in natura, inkoop van eigen aandelen en financiële bijstand (KB van 8 oktober 2008)”, *RW* 2008-09, (1626) 1627-1631; M. HEENE en F. LECOUTRE, *l.c.*, 475-477 en M. FYON, *l.c.*, 6-17.

³⁹. Zie paragraaf 4 van de ontwerprichtlijn, Com (2004) 730 definitief.

⁴⁰. Cf. J. RICHELLE en E. JANSSENS, “Financiële bijstand: van principieel verbod tot voorwaardelijke toelating”, *Bank Fin.R.* 2009/III, (115) 116 (“*De facto zullen de nieuwe regels inzake financiële bijstand echter blijven kwalificeren als een verbod.*”).

⁴¹. Zie o.m., de ene auteur al affirmatiever dan de andere: J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 123; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-3; M. VERPLANCKE, “Commentaar bij art. 629 W.Venn. (oud art. 52ter Venn.W.)” in X (ed.), *Vennootschappen en verenigingen – Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Antwerpen, Kluwer, losbl., 2000, nr. 29; J. LIEVENS, *l.c.*, 14; Ch. MICHIELS, *l.c.*, p. 291, nr. 24; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 8; D. VAN GERVEN, “Kroniek Vennootschapsrecht 2006-2007”, *TRV* 2007, nr. 73; P. BIENENSTOCK, *l.c.*, 89; R. TAS, *o.c.*, nr. 171; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 256, nr. 25; K. VERHELST, “De Management Buy-Out in België”, *TFin.R.* 2007, (216) 258; Kh. Tongeren 5 december 2001, *TRV* 2006, (494) 496; Kh. Ieper 3 juni 2002, *TFin.R.* 2005/2, 1069; Kh. Charleroi 29 augustus 2002, *DAOR* 2002/64, (433) 436 en Luik 2 april 2009, *TBH* 2009, 965. *Contra*: zie bij S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 263, nr. 37 en in het bijzonder de verwijzing aldaar in voetnoot 56 naar X. DIEUX en D. WILLERMAIN, *l.c.*, 204.

⁴². Zie in dit verband ook de kritiek van F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-6; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, 257 en R. TAS, “Uitkeringen aan de aandeelhouders en daarmee gelijkgestelde verrichtingen: enkele knelpunten, 20 jaar na de tweede en de vierde richtlijn” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Kalmthout, Biblio, 1999, (141), nrs. 5-7.

⁴³. S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 258, nr. 28; J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 123; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-3; M. VERPLANCKE, *l.c.*, 4; K. TROCH, *o.c.*, nr. 8 en nr. 12; K. BYTTEBIER, “Ondernemingsfinanciering door kredietinstellingen”, *TPR* 1994, p. 1550-1551, nr. 69; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 9 en nr. 39; Ch. MICHIELS, *l.c.*, p. 291, nr. 24; O. COCQUYT, “Bancaire kredieten al dan niet in het spoor van ‘financial assistance’” (noot onder Gent 11 april 2005), *RABG* 2007/7, (470) 471; R. TAS, *o.c.*, nr. 171; K. VERHELST, *l.c.*, 258 en Kh. Tongeren 5 december 2001, *TRV* 2006, (494) 496.

Voorbeelden van definitieve uitkeringen zijn onder meer⁴⁴: de uitkering van (super)dividenden⁴⁵, de (reële) kapitaalvermindering, de aflossing van het kapitaal, de inkoop van eigen aandelen⁴⁶, het betalen van vergoedingen voor geleverde diensten (bv. managementvergoedingen, huur), enz.

Het spreekt voor zich dat bij deze transacties steeds de toepasselijke wettelijke reglementering dient te worden nageleefd, o.m. op vennootschapsrechtelijk vlak, doch ook vanuit fiscaal en boekhoudkundig oogpunt⁴⁷. Bovendien zal ook steeds het vennootschapsbelang mee in overweging moeten worden genomen evenals de maatschappelijke doelomschrijving⁴⁸.

Voor zover het vennootschapsbelang zich hiertegen niet verzet, belet o.i. ook niets dat voor de financiering van dergelijke geldstromen de vennootschap op haar beurt beroep zou doen op externe middelen en een lening zou aangaan ten einde over de nodige liquiditeiten te beschikken om de kwetsieuze uitkering mogelijk te maken⁴⁹.

Daar waar het hof van beroep te Gent er in een arrest d.d. 11 april 2005 anders over lijkt te oordelen, zijn wij van mening dat de redenering van het hof niet kan worden gevolgd⁵⁰. De feiten die ten grondslag lagen aan dit arrest waren als volgt: de NV N.I. koopt op 14 oktober 1994 alle aandelen van de BVBA F.N.V. (nadien de BVBA T.Z.) voor een prijs van 41 miljoen BEF. De overnameprijs wordt voor het volledige bedrag door de bank gefinancierd, waarvan 15

miljoen BEF onder de vorm van kortlopende voorschotten die door de overnemer zouden worden terugbetaald met de opbrengst van een dividend dat in de eerste helft van 1995 door de doelvennootschap zou worden uitgekeerd. De doelvennootschap zou immers over ‘overtollige’ liquide middelen beschikken. In 1995 beschikt de doelvennootschap echter over onvoldoende liquiditeiten om het beoogde dividend uit te keren. Uiteindelijk wordt door de bank aan de doelvennootschap een kortlopend krediet toegekend zodat het dividend alsnog kan worden toegekend en de overnemer zijn verplichtingen ten overstaan van de bank kan nakomen. Dit krediet wordt o.m. gewaarborgd door een pand op de handelszaak van de doelvennootschap. Het hof lijkt echter geen onderscheid te maken tussen enerzijds de financiering van de overnameprijs en anderzijds de financiering van de uitkering van een dividend (op zich een transactie die o.i. niet door art. 629 W.Venn. wordt gevisieerd) en besluit tot een schending van artikel 629 W.Venn.⁵¹. Terecht wordt dit arrest dan ook in de rechtsleer bekritiseerd⁵². Wellicht had men in het bewuste geval tot hetzelfde resultaat kunnen komen op grond van een schending van het vennootschapsbelang.

IV.3. Verstrekken van zekerheden

13. Het begrip ‘*verstrekken van zekerheden*’ maakt het voorwerp uit van een zekere controverse. Dat de klassieke zekerheden hieronder vallen (bv. hypotheek, borgtocht,

⁴⁴. K. TROCH, *o.c.*, nr. 12; J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDRP, *l.c.*, 123; T. TILQUIN en R. PRIoux, “Management buyouts et leveraged management buyouts: considérations de droit des sociétés et de droit fiscal”, *Bank Fin.* 1989/3, (195) 204; J. LIEVENS, *l.c.*, 14; K. BYTTEBIER, *l.c.*, nr. 69; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-3; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 9 en nrs. 35 e.v.; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 259, nr. 30; P. BIENENSTOCK, *l.c.*, 89-90; M. VERPLANCKE, *l.c.*, nrs. 29 e.v.

⁴⁵. Kh. Tongeren 5 december 2001, *TRV* 2006, 494.

⁴⁶. P. FAES, “De (leveraged) management buy-out: een pleidooi voor de aanpassing van de vennootschapswetgeving”, *TRV* 1988, (p. 431) p. 435 e.v., nrs. 13 e.v.

⁴⁷. J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDRP, *l.c.*, 133 en S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 243, nrs. 2 e.v.

⁴⁸. K. TROCH, *o.c.*, nrs. 13 e.v.; T. TILQUIN en R. PRIoux, *l.c.*, p. 205, nr. 37. Zie voor een meer uitgebreide bespreking inzake het maatschappelijk doel en het vennootschapsbelang o.m. S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 243, nrs. 2 e.v. en A. FRANÇOIS, *Vennootschapsbelang*, Antwerpen, Intersentia, 1999.

⁴⁹. J. LIEVENS, *l.c.*, 14; M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 33; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 259, nr. 31; T. TILQUIN en R. PRIoux, *l.c.*, 204, voetnoot 109; P. BIENENSTOCK, *l.c.*, 89; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nrs. 40-41. Zie voor een toepassing in de rechtspraak: Kh. Tongeren 5 december 2001, *TRV* 2006, 494 waar een voorheen bestaande kredietfaciliteit van de doelvennootschap na de overname werd verhoogd en de middelen voortvloeiend uit het krediet vervolgens gedeeltelijk werden aangewend voor het uitbetalen van een superdividend aan de nieuwe moedervernootschap (die hiermee op haar beurt haar schuld ten overstaan van de bank gedeeltelijk kon aflossen). Na te hebben overwogen dat art. 629 W.Venn. niet van toepassing is op de uitkering van dividenden, stelt de rechtbank tevens als volgt: “Evenmin beging de NV Vanherf een inbreuk op het door art. 629 § 1 W.Venn. uitgedrukte verbod om zekerheden te stellen met het oog op de verkrijging van haar aandelen. Immers, verweerster [= de bank] en de NV Codreca [= de overnemer] stellen terecht dat een onderscheid moet gemaakt worden tussen (a) de rechtsverhouding NV Codreca jegens verweerster waarbij het krediet ad 31.000.000 fr. [...] gewaarborgd werd door een aantal zekerheden [...] en (b) de rechtsverhouding NV Vanherf jegens verweerster waarbij het krediet ad 18.000.000 fr. gewaarborgd werd door afzonderlijke zekerheden, met name een pand op de handelszaak te Hoeselt en een hypotheek.../... Verder is er geen bewijs dat de door NV Vanherf verleende zekerheden, als keerzijde voor haar krediet ad 18.000.000 fr., werden verleend met het oog op de verkrijging van haar aandelen door NV Codreca, nu het krediet van verweerster t.a.v. NV Codreca werd geschraagd door andere zekerheden dan deze in de rechtsverhouding verweerster – NV Vanherf.”

⁵⁰. Gent 11 april 2005, *TRV* 2008, 311.

⁵¹. Zie voor een toepassingsgeval waar dit onderscheid wel wordt gemaakt: Kh. Tongeren 5 december 2001, *TRV* 2006, 494. De zeer ruime interpretatie die het hof van beroep te Gent in zijn arrest d.d. 11 april 2005 toekent aan het begrip ‘*met het oog op*’ (nog los van het feit dat het aangaan van een lening en bijhorende zekerheidstelling met het oog op het uitkeren van het bewuste dividend *i.c.* niet van meet af aan als een element van de globale transactie leek te zijn beoogd), strookt o.i. niet met de *ratio legis* van de verbodsbepaling. Zie voor een meer uitgebreide bespreking van het bewuste arrest o.m. O. COCQUYT, “Bancaire kredieten al dan niet in het spoor van ‘financial assistance’” (noot onder Gent 11 april 2005), *RABG* 2007/7, 470 en S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, 249 e.v., 259 en 260 e.v.

⁵². Zie o.m. S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, 249 e.v., 259 en 260 e.v.

pand, enz.), is geen punt van discussie⁵³, maar de vraag stelt zich of ook bepaalde uit de praktijk ontstane vormen van zekerheidsverstrekking hieronder moeten worden begrepen. Te denken valt bijvoorbeeld aan zogenaamde patronaatsverklaringen, ‘*letters of comfort*’, ‘*negative pledges*’, solvabiliteits-, liquiditeits- en rendabiliteitsvereisten, enz.

Volgens sommige auteurs zou het verstrekken van dergelijke ‘nieuwe’ zekerheden, in de mate zij slechts een moreel engagement inhouden, niet door artikel 629, § 1, W.Venn. worden gevisieerd, hetgeen echter wel het geval is indien uit de tekst ervan een duidelijke resultaatsverbintenis blijkt ten laste van de steunverlenende vennootschap waardoor haar eigen vermogen potentieel dreigt te worden aangetast⁵⁴. Andere auteurs lijken dan weer de toepasbaarheid van het (voorheen bestaande) verbod op financiële bijstand op dit type zekerheden veeleer te betwisten⁵⁵. O.i. dient steeds de vraag te worden gesteld of dergelijke engagementen wel degelijk als een ‘zekerheid’ kunnen worden beschouwd en finaal kunnen leiden tot financiële verplichtingen voor de vennootschap of tot een vermindering van haar activa. Is dit inderdaad het geval, dan ressorteren zij onder het toepassingsgebied van artikel 629, § 1, W.Venn.⁵⁶

IV.4. Financiële bijstand door de doelvennootschap

14. De transacties die door artikel 629, § 1, W.Venn. worden beoogd, zijn volgens de letter van de wet transacties waarin de vennootschap over wiens aandelen het gaat, zelf tussenkomt om financiële bijstand te verlenen.

De tussenschakeling van een met de doelvennootschap verbonden vennootschap (zoals bv. de rechtstreekse dochter van de doelvennootschap) is in het licht daarvan één van de alternatieve constructies die in de praktijk worden aangewend om overnames mogelijk te maken zonder in het vaarwater van artikel 629 W.Venn. te komen⁵⁷. Een andere mogelijkheid bestaat in de zogenaamde filialisering van bepaalde activa van de doelvennootschap om vervolgens een trapsgewijze overname door te voeren⁵⁸.

Aangenomen wordt, o.i. terecht, dat dergelijke transacties op zich niet noodzakelijk door artikel 629, § 1, W.Venn. worden gevisieerd, los uiteraard van eventuele correcties vanuit het oogpunt van het vennootschapsbelang, maatschappelijk doel, simulatie, naamlening, bedrog, wetsontduiking e.d.⁵⁹. Het feit dat de Wijzigingsrichtlijn uitdrukkelijk gewag maakt van ‘*rechtstreeks en onrechtstreeks*’ voorschieten van middelen, toestaan van leningen en verstrekken van zekerheden doet hieraan geen afbreuk.

⁵³. Ten onrechte stelde o.i. de rechtbank van koophandel te Brussel in dit verband dat er geen sprake is van een schending van het verbod op financiële bijstand op grond van het feit dat het kwestieuze pand handelszaak nooit werd ingeschreven en derhalve niet tegenstelbaar gemaakt aan derden: Kh. Brussel 3 april 2001, *T.B.H.* 2003, (21) 26.

⁵⁴. K. TROCH, *o.c.*, nr. 21; T. TILQUIN en R. PRIOUX, *l.c.*, p. 204, nr. 34 en F. T. KINT en Y. DE CORDT, “La participation des travailleurs au capital en droit belge? Aspects de droit des sociétés” in X (ed.), *La participation financière des travailleurs*, Brussel, Bruylant, 1998, p. 180-181, nr. 39.

⁵⁵. J. LIEVENS, *l.c.*, p. 14, nr. 6; T. TILQUIN en R. PRIOUX, *l.c.*, p. 204, nr. 34 die overwegen als volgt: “*A côté des sûretés proprement dites, telles que définies ci-dessus, il existe de nombreuses situations qui tendent à diminuer le risque de non-paiement pour le créancier, telles les conventions tendant à prévenir l’insolvabilité du débiteur (lettres de patronages ou engagements de ne pas faire). Ces institutions ne sont pas de sûretés proprement dites et échappent dès lors en principe à l’interdiction de l’article 52ter des lois coordonnées.*” en Ch. MICHELS, *l.c.*, 291, die daaraan vervolgens weliswaar toevoegt dat dergelijke zekerheden individueel zullen moeten worden beoordeeld “*en al dan niet aanvaardbaar zijn afhankelijk van hun eventuele impact op het kapitaal van de vennootschap*”.

⁵⁶. Cf. o.m. F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-3-4; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 258, nr. 29 en R. TAS, *o.c.*, p. 130, nr. 172.

⁵⁷. Zie voor een toepassingsgeval in de rechtspraak: Kh. Ieper 3 juni 2002, *T.Fin.R.* 2005, 1069. In het bewuste geval had de dochter van de doelvennootschap, met middelen afkomstig van bankfinanciering, een lening toegekend aan de BVBA Ariane Hotel die op haar beurt het merendeel van de ontleende gelden aanwendde om de aandelen van de doelvennootschap te verwerven. Een minderheidsaandeelhouder van de dochter betwistte deze constructie op grond van art. 629 W.Venn. De rechtbank overweegt o.m. als volgt “*De rechtshandelingen, die onder het verbod van art. 629 W.Venn. vallen, zijn limitatief opgesomd en dienen restrictief geïnterpreteerd te worden. Zoniet dreigen heel wat financieringen in groepsverband in het gedrang te komen en bestaat er gevaar voor een werkelijkheidsvreemde visie op het wezen van vennootschappen, die in groep functioneren (...). Aldus valt de financiële steun, die door een dochtervennootschap wordt verleend aan een derde voor de verwerving van aandelen van de moedervennootschap, niet onder het verbod van art. 629 W.Venn. (...).*”

⁵⁸. Te denken valt bv. aan een voorafgaande splitsing van de doelvennootschap in een immo- en een exploitatievennootschap, waarna de kandidaat-koper in eerste instantie de immo-vennootschap overneemt en deze immo-vennootschap vervolgens (met de nodige financiering op de immo-vennootschap) de exploitatievennootschap aankoopt. Zie o.m. K. TROCH, *o.c.*, nr. 32 en F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-30-31.

⁵⁹. K. TROCH, *o.c.*, nrs. 32 e.v.; J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 123; T. TILQUIN en R. PRIOUX, *l.c.*, p. 204, nr. 35; J. LIEVENS, *l.c.*, 17; K. BYTTEBIER, *l.c.*, p. 1551, nr. 69; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-5 en I.2.9-26; D. VAN GERVEN, *l.c.*, 435; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, 264; K. TROCH, “Financiële assistentie en de tussenschakeling van verbonden vennootschappen” (noot onder Kh. Ieper 3 juni 2002), *T.Fin.R.* 2005, 1064 e.v.; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nrs. 37-38; P. BIENENSTOCK, *l.c.*, 90; M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 35 en Kh. Ieper 3 juni 2002, *T.Fin.R.* 2005, 1069 (zie tevens *supra*, voetnoot 52 m.b.t. dit vonnis waarin vervolgens ook nog naar de problematiek van naamlening wordt verwezen, maar dit door de rechtbank niet bewezen wordt bevonden). Zie echter voorzichtiger: G. CARTON DE TOURNAI, *l.c.*, 338, die geen onverkorte voorstander blijkt te zijn en overweegt als volgt: “*De plus, à l’heure actuelle, les prêts consentis par une filiale à un tiers pour acquérir des actions de la mère, ne sont pas interdits formellement, même si cela paraît devoir être déconseillé, car contraire à l’esprit de l’article 629.*” Zie voor een beknopte bespreking van de gemeenrechtelijke correctiemechanismen o.m. S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, 264-269.

IV.5. Met het oog op

15. Het verstrekken van leningen en stellen van zekerheden is slechts onderworpen aan de voorwaarden van artikel 629 W.Venn. voor zover deze handelingen worden gesteld ‘*met het oog op*’ het verwerven van (certificaten van) aandelen of winstbewijzen.

Hoe moet de term ‘met het oog op’ geïnterpreteerd worden?

Een eerste mogelijke interpretatie vormt een louter chronologische benadering⁶⁰. Deze benadering wordt terecht, nageenough unaniem, in de rechtsleer betwist. Thans wordt vrij algemeen aangenomen dat de chronologische volgorde van de rechtshandelingen niet doorslaggevend is⁶¹. Maar ook hier zijn er nuances. Sommige auteurs leggen de nadruk op de finaliteit van de betreffende verrichtingen en op het feit dat de vennootschap wist of behoorde te weten waarvoor de verstrekte middelen of zekerheden dienen⁶², of nog, op de subjectieve intentie aan de kant van het bestuur van de doelvennootschap⁶³. Anderen benadrukken dan weer de vereiste van causaal verband tussen de geveiseerde verrichtingen en de transactie⁶⁴. Het is echter de vraag of deze beide opvattingen in de praktijk veel verschil opleveren⁶⁵.

O.i. zal in elk geval de volgorde van de verrichtingen niet determinerend zijn, maar veeleer de werkelijke intentie van de partijen. Indien het vaststaat dat *ab initio* (d.i. vóór de

effectieve overname) de financiële bijstand van de overgenomen vennootschap was ingecalculeerd, is dergelijke financiële bijstand enkel geldig mits naleving van de voorwaarden onder de nieuwe regeling⁶⁶. Daarbij zal rekening gehouden worden met het geheel van de in het geding zijnde feiten (timing, overeenstemming tussen bedragen, het ontbreken van een andere plausibele verantwoording,...)⁶⁷.

Ook in het licht van het bovenstaande is het hoger reeds vermelde arrest d.d. 11 april 2005 van het hof van beroep te Gent voor kritiek vatbaar⁶⁸. Nog los van het feit dat o.i. een onderscheid moet worden gemaakt tussen de overnamefinanciering enerzijds en de financiering van de uitkering van een dividend anderzijds, leek in het bewuste geval wel de dividenduitkering, maar niet het aangaan van een lening en bijhorende zekerheidstelling met het oog daarop van meet af aan als een element van de globale transactie te zijn beoogd.

16. Dat het verstrekken van een lening door de doelvennootschap met het oog op de verwerving van haar eigen aandelen slechts mogelijk is mits naleving van artikel 629, § 1, W.Venn., is niet voor betwisting vatbaar. Anders is de situatie waarbij de doelvennootschap buiten de context van een mogelijke aandelentransactie middelen heeft geleend of ter beschikking heeft gesteld aan de verkopende aandeelhouder. Terecht wordt aanvaard dat een dergelijke schuld, die niet is

60. Zie L. DE BROE, “De Management Buy-Out”, *AFT* 1992, (153) 157, die in het derde aangehaalde voorbeeld een louter chronologische benadering lijkt voor te staan, doch weliswaar in dezelfde bijdrage (meer bepaald op p. 161) erkent dat deze benadering niet geheel vrij is van kritiek. Ook de rechtbank van koophandel te Brussel lijkt in een vonnis van 3 april 2001 te neigen naar een eerder chronologische benadering waar als volgt wordt overwogen “*En effet, la constitution de l’hypothèque litigieuse étant postérieure de plus de 16 mois au premier crédit et de plus de 18 mois à la convention de cession des actions, il ne peut être soutenu qu’elle aurait été accordée ‘en vue’ de faciliter l’acquisition des actions. Les conditions d’application de l’article 52ter LCSC ne sont donc pas remplies.*” (Kh. Brussel 3 april 2001, *TBH* 2003, 21). Uit het vonnis kan echter niet worden afgeleid of inderdaad *ab initio* op de steun van de overgenomen vennootschappen was gerekend.

61. Zie o.m. F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-7; M. VERLANCKE, *l.c.*, 6; T. TILQUIN en R. PRIOUX, *l.c.*, 204 en J. LIEVENS, *l.c.*, 15. Zie tevens Luik 2 april 2009, *TBH* 2009, (965) 967.

62. Ch. MICHIELS, *l.c.*, p. 291, nr. 25; P. FAES, *l.c.*, nr. 9; J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 124; H. BRAECKMANS, “Versoepelingen in het Wetboek Vennootschappen: inbreng in natura, inkoop van eigen aandelen en financiële bijstand (KB van 8 oktober 2008)”, *l.c.*, 1631 en B. VAN BRUYSTEGEM, *De vennootschappenwet 1986*, Antwerpen, Kluwer, 1986, 92.

63. J. LIEVENS, *l.c.*, 15 en in het bijzonder de verwijzing aldaar in voetnoot 25.

64. J. LIEVENS, *l.c.*, 15; K. TROCH, *o.c.*, nrs. 25-26 en S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 260, nr. 33.

65. F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-7 en R. TAS, *o.c.*, nr. 177.

66. Cf. F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-6-7; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 260, nr. 33; T. TILQUIN en R. PRIOUX, *l.c.*, 204; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nrs. 16 e.v.; Y. VERLEISDONCK en A. BLATON, “Nieuwe regels inzake financiële bijstand: versoepeling, maar geen vereenvoudiging”, *T.Fin.R.* 2008/4, (237) 239 en Kh. Charleroi 2 augustus 2002, *DAOR* 2002/64, (433) 436-437. Zie tevens Gent 11 april 2005, *TRV* 2008, 311, dat weliswaar het hoger vermeld principe bevestigt, maar o.i. vervolgens een foutieve toepassing van het verbod van art. 629 W.Venn. maakt. Anderzijds lijkt Kh. Brussel 21 april 2001 (*TBH* 2003, (21) 26) dan weer al te gemakkelijk uit het feit dat de zekerheidstelling dateert van 16 tot 18 maanden na de overnameovereenkomst af te leiden dat niet zou zijn voldaan aan de vereiste ‘*met het oog op*’. Uit het vonnis kan evenwel niet worden afgeleid of met deze zekerheidsstelling al dan niet van meet af aan rekening werd gehouden in het kader van de kwestieuze transactie. Zie tevens de kritiek op het betreffende vonnis in de noot daarbij.

67. R. TAS, *o.c.*, nr. 177; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, 7-8 en S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, 260. Zie voor een toepassingsgeval tevens: Luik 2 april 2009, *TBH* 2009, 965. De feiten die ten grondslag lagen aan dit arrest waren samengevat als volgt: in maart 2000 had de bank een lening ad 4.000.000 BEF toegekend aan de aandeelhouder van Newco. Die aandeelhouder stelde de gelden op zijn beurt ter beschikking van Newco met het oog op de gedeeltelijke financiering van de overname in mei 2000 van de aandelen van de doelvennootschap door Newco. In juni 2000 wordt door de bank vervolgens aan de doelvennootschap een lening toegekend van eveneens 4.000.000 BEF. De betreffende gelden worden door de doelvennootschap aan de aandeelhouder van Newco ter beschikking gesteld die hiermee op zijn beurt de oorspronkelijke banklening ad 4.000.000 BEF in zijn hoofde kan aflossen en in een schuldpositie t.o.v. de doelvennootschap komt te staan. Terecht oordeelde het hof van beroep te Luik dat er in casu sprake was van schending van het toenmalige art. 629 W.Venn. Het hof verwijst daarbij o.m. naar het feit dat de oorspronkelijke lening aan de aandeelhouder niet door enige zekerheid was gedekt, dat geen daadwerkelijke kredietanalyse had plaatsgevonden en dat uitdrukkelijk was bedongen dat geen wederbeleggingsvergoeding verschuldigd zou zijn bij vervroegde terugbetaling.

68. Gent 11 april 2005, *TRV* 2008, 311.

ontstaan ‘met het oog op’ de verwerving van aandelen van de vennootschap-schuldeiser, in het kader van een toekomstige aandelenoverdracht door de verkoper-schuldenaar aan de koper kan worden overgedragen, zonder een inbreuk te plegen op artikel 629, § 1, W.Venn.⁶⁹ Door dergelijke overdracht wordt de koopprijs gedrukt en komt de koper in een schuldpositie ten overstaan van de doelvennootschap te staan. Werd daarentegen terecht veroordeeld in het licht van artikel 629 W.Venn., een transactie waarbij de bewuste schuld specifiek met het oog op de aandelenoverdracht werd gecreëerd⁷⁰.

IV.6. Verkrijgen van aandelen of winstbewijzen

17. Het verbod van artikel 629, § 1, W.Venn. wordt door de tekst van de wet beperkt tot de “*verkrijging van haar aandelen of van haar winstbewijzen*” en “*de verkrijging of de inschrijving door een derde van certificaten die betrekking hebben op aandelen of winstbewijzen*”. Voor de verkrijging van andere effecten dan (certificaten betreffende) aandelen en winstbewijzen zoals optiebewijzen, warrants, converteerbare obligaties en obligaties met warrants, geldt de nieuwe regeling niet⁷¹. Weliswaar wordt terecht opgemerkt dat de structuur waarbij de doelvennootschap financiële bijstand verleent voor het verwerven van dergelijke effecten, wetende dat deze onmiddellijk na hun verkrijging zullen worden uitgeoefend en omgezet in aandelen, wel risico loopt in het licht van artikel 629, § 1, W.Venn.⁷²

18. Moet de nieuwe regeling ook worden toegepast bij financiële bijstand met het oog op de inschrijving op nieuwe aandelen? Hierover bestond in de rechtsleer betwisting⁷³. De tekst van de wet viseert inderdaad enkel de “*verkrijging of de inschrijving door een derde van certificaten die betrekking hebben op aandelen of winstbewijzen*”. Voor aandelen (en winstbewijzen) wordt enkel gewag gemaakt van de ‘*verkrijging*’ van dergelijke effecten en niet van ‘*inschrijving*’.

Het komt ons voor dat niet enkel de eigenlijke (secundaire) ‘verwerving’ van aandelen, maar ook de (primaire) verwerving van aandelen door inschrijving op een kapitaalverhoging onder het toepassingsgebied van artikel 629, § 1, W.Venn. ressorteert⁷⁴. Deze opvatting werd thans ook uitdrukkelijk bevestigd in het verslag aan de Koning bij het koninklijk besluit d.d. 8 oktober 2008⁷⁵. Dat de regels inzake financiële bijstand wel degelijk van toepassing zijn in het kader van inschrijving op een kapitaalverhoging blijkt overigens ook uit het nieuwe artikel 629, § 1, 5°, W.Venn. waar een bijzondere voorwaarde wordt voorgeschreven voor het geval een derde met financiële bijstand van de vennootschap inschrijft op aandelen uitgegeven in het kader van een kapitaalverhoging. Hetzelfde standpunt kan o.i. tevens verdedigd worden bij een kapitaalverhoging door inbreng, maar zonder uitgifte van nieuwe aandelen.

IV.7. Geldigheid alternatieve structuren

19. De gestrengheid van het in het verleden bestaande verbod op financiële bijstand heeft er toe geleid dat in de praktijk op zoek werd gegaan naar alternatieven om buiten het toepassingsgebied van artikel 629 W.Venn. te blijven.

Hoger werd reeds benadrukt dat het toepassingsgebied van artikel 629 W.Venn. limitatief moet worden geïnterpreteerd. Aldus werd in het verleden reeds de principiële geldigheid aanvaard van een aantal vormen van bijstand in het kader van overnametransacties die niet worden beschouwd als ‘voorschieten van middelen, toestaan van leningen of stellen van zekerheden’ ‘door de doelvennootschap’ ‘met het oog’ op de verwerving van haar aandelen.

Het gaat onder meer om⁷⁶: de uitkering van (super)dividenden⁷⁷, de (reële) kapitaalvermindering, de aflossing van het kapitaal, de inkoop van eigen aandelen⁷⁸, de overdracht tussen koper en verkoper van een *voorheen bestaande*⁷⁹ schuld in hoofde van de verkoper ten overstaan van de vennootschap⁸⁰,

⁶⁹. M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 4 en F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 19.

⁷⁰. Brussel 4 september 2007, *TRV* 2008, 304.

⁷¹. K. TROCH, *o.c.*, nr. 30; J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 123; B. VAN BRUYSTEGEM *De vennootschappenwet ‘84, 75*; J. LIEVENS, *l.c.*, 15; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-2; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 11; P. BIENENSTOCK, *l.c.*, 90 en R. TAS, *o.c.*, nr. 169.

⁷². F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 11; K. TROCH, *o.c.*, nr. 30 en M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 12.

⁷³. K. TROCH, *o.c.*, nr. 9.

⁷⁴. Zie in die zin tevens: S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 257, nr. 27; K. TROCH *o.c.*, nr. 10; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 12; B. VAN BRUYSTEGEM, *De vennootschappenwet ‘86, 92-93* en R. TAS, *o.c.*, p. 129, nr. 169. *Contra*: P. BIENENSTOCK, *l.c.*, 90.

⁷⁵. Zie de toelichting bij art. 12 in het verslag aan de Koning bij het KB van 8 oktober 2008: “...verduidelijkt de Regering, omwille van de rechtszekerheid, dat de woorden ‘verkrijging van haar aandelen’ in § 1 niet alleen moeten begrepen worden als verkrijgingen van bestaande aandelen, maar ook als inschrijvingen in het kader van een kapitaalverhoging”.

⁷⁶. K. TROCH, *o.c.*, nr. 12; J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 123; T. TILQUIN en R. PRIoux, “Management buyouts et leveraged management buyouts: considérations de droit des sociétés et de droit fiscal”, *Bank Fin.* 1989/3, (195) 204; J. LIEVENS, *l.c.*, 14; K. BYTTEBIER, *l.c.*, nr. 69; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, I.2.9-3; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 9 en nrs. 35 e.v.; S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 259, nr. 30; P. BIENENSTOCK, *l.c.*, 89-90 en M. VERPLANCKE, *l.c.*, nrs. 29 e.v.

⁷⁷. Kh. Tongeren 5 december 2001, *TRV* 2006, 494.

⁷⁸. P. FAES, “De (leveraged) management buy-out: een pleidooi voor de aanpassing van de vennootschapswetgeving”, *TRV* 1988 (p. 431) p. 435 e.v., nrs. 13 e.v.

⁷⁹. Zie voor een toepassing waarbij de schuld specifiek met het oog op de transactie werd gecreëerd en derhalve terecht werd veroordeeld in het licht van art. 629, § 1, W.Venn. o.m. Brussel 4 september 2007, *TRV* 2008, 304.

⁸⁰. M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 4 en F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 19.

het betalen van (redelijkerwijs verantwoorde) vergoedingen voor geleverde diensten (bv. managementvergoedingen, huur), enz. Ook het verlenen van bijstand door een met de doelvennootschap verbonden vennootschap werd in het verleden vrij algemeen als geldig aangenomen (*cf. supra* onder titel IV.4.).

Omstreden in de rechtsleer blijft weliswaar de zogenaamde post-acquisitiefusie. Voor sommige auteurs valt een fusie tussen de koper en de doelvennootschap na de overname eenvoudigweg niet onder het toepassingsgebied van artikel 629 W.Venn.⁸¹, terwijl dit volgens anderen zonder meer een handeling betreft die door artikel 629 W.Venn. wordt geïnterpreteerd, of minstens die niet zonder meer buiten het toepassingsgebied van dit artikel valt⁸². Nog anderen maken dan weer een onderscheid naar gelang de timing en finaliteit van de transactie en zien problemen wanneer de fusie tussen de overnemende vennootschap en de doelvennootschap onmiddellijk na de overname plaatsvindt met als hoofdbedoeling de financiering van de overname te dragen, doch niet wanneer de fusie eerst na verloop van tijd zou plaatsvinden op grond van andere bedrijfseconomische motieven⁸³.

In de rechtsleer worden in elk geval een aantal valabele argumenten aangereikt ter verdediging van de post-acquisitiefusie als een geldige alternatieve structuur⁸⁴.

20. Het komt ons voor dat de gewijzigde invalshoek van het huidige artikel 629 W.Venn. geen afbreuk zal doen aan de voorheen ingenomen standpunten omtrent deze alternatieve vormen van bijstand en de doorgaans algemeen aanvaarde geldigheid daarvan. Het toepassingsgebied van artikel 629 W.Venn. blijft o.i. dan ook ongewijzigd⁸⁵.

De huidige regelgeving gaat uit van precies dezelfde bewoordingen als de voorheen bestaande verbodsbepaling. Er is o.i. geen enkele reden om aan te nemen dat deze nu plots anders zouden moeten worden geïnterpreteerd. Integendeel zou uit het feit dat de wetgever thans is afgestapt van het absolute verbod op financiële bijstand net een bijkomend argument kunnen worden afgeleid voor de geldigheid van deze alternatieve vormen van bijstand, zonder dat de bijzondere voorwaarden van artikel 629 W.Venn. moeten worden nageleefd⁸⁶.

Handelingen waarover in het verleden reeds (nagenoeg) eensgezindheid bestond dat deze niet door het verbod van artikel 629 W.Venn. werden geïnterpreteerd, dienen dan ook op vandaag evenmin aan de bijzondere voorwaarden van artikel 629 W.Venn. te worden onderworpen. Dit strookt overigens perfect met de *ratio legis* van de doorgevoerde wijzigingen en, meer in het algemeen, met de vooropgestelde doelstellingen van de Wijzigingsrichtlijn.

21. Het feit dat deze alternatieve vormen van bijstand niet door artikel 629 W.Venn. worden geïnterpreteerd, doet uiteraard geen afbreuk aan de andere toepasselijke bepalingen die steeds moeten worden nageleefd, o.m. op vennootschapsrechtelijk vlak, maar ook vanuit fiscaal en boekhoudkundig oogpunt⁸⁷. Zo zal ook steeds het vennootschapsbelang mee in overweging moeten worden genomen evenals de maatschappelijke doelomschrijving⁸⁸ en moet rekening worden gehouden met andere mogelijke correcties zoals op grond van simulatie, naamlening, bedrog, wetsontduiking e.d.⁸⁹ Voorzichtigheid blijft dan ook steeds geboden.

⁸¹. T. TILQUIN en R. PRIoux, *l.c.*, 206, voetnoot 140; J. LIEVENS, *l.c.*, p. 18, nr. 22; M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 34, die daarbij weliswaar verwijst naar de vereiste van verantwoording op bedrijfseconomische gronden. Zie tevens F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 63 die eveneens, met verwijzing naar de 'restrictieve' interpretatie van art. 629 W.Venn., verdedigen dat dergelijke fusie zou moeten toegelaten zijn.

⁸². Zie J. LIEVENS, *l.c.*, p. 18 en de verwijzingen aldaar in voetnoot 57 en F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, 1.2.9-23 e.v.

⁸³. J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 125 en P. BIENENSTOCK, *l.c.*, 92.

⁸⁴. Zie o.m. J. LIEVENS, *l.c.*, 18; J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 125 en F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 63.

⁸⁵. Zie in dezelfde zin: M. HEENE en F. LECOUTRE, *l.c.*, nr. 28.

⁸⁶. Wij volgen dan ook niet de redenering dat de gewijzigde invalshoek ook precies het omgekeerde effect zou kunnen hebben en m.a.w. tot een verruiming van het toepassingsgebied van de voorschriften inzake financiële bijstand zou kunnen leiden. Zie in dit verband: Y. VERLEISDONCK en A. BLATTON, *l.c.*, p. 241, nr. 19.

⁸⁷. J.-P. BLUMBERG en R. NIEUWDORP, *l.c.*, 133 en S. BOGAERTS, "Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?", *l.c.*, p. 243, nrs. 2 e.v.

⁸⁸. K. TROCH, *o.c.*, nrs. 13 e.v. en T. TILQUIN en R. PRIoux, *l.c.*, 205, nr. 37. Zie voor een meer uitgebreide bespreking inzake het maatschappelijk doel en het vennootschapsbelang o.m.: S. BOGAERTS, "Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?", *l.c.*, p. 243, nrs. 2 e.v. en A. FRANÇOIS, *Vennootschapsbelang*, Antwerpen, Intersentia, 1999.

⁸⁹. Zie voor een beknopte bespreking van de gemeenrechtelijke correctiemechanismen o.m.: S. BOGAERTS, "Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?", *l.c.*, 264-269.

V. DE VOORWAARDEN WAARONDER FINANCIËLE BIJSTAND TOEGELATEN IS

V.1. Het verlenen van financiële bijstand gebeurt onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur

22. De wetgever maakt in artikel 629, § 1, 1^o, W.Venn. meteen duidelijk dat de raad van bestuur de verantwoordelijkheid draagt voor het verlenen van financiële bijstand. Het komt in de eerste plaats aan de raad van bestuur toe om te oordelen of het al dan niet aangewezen is om financiële bijstand toe te kennen. Indien dit het geval is, zal het effectief toekennen ervan gebeuren onder zijn verantwoordelijkheid. De raad van bestuur zal er moeten op toezien dat de wettelijke voorwaarden niet alleen formeel maar ook inhoudelijk worden nageleefd.

Het is niet duidelijk wat de wetgever met het benadrukken van de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur precies heeft willen toevoegen aan de algemene aansprakelijkheidsregels. Mogelijks heeft de wetgever, door deze verantwoordelijkheid nogmaals te expliciteren, enkel willen aangeven dat de voorafgaande goedkeuring door de algemene vergadering niet aansprakelijkheidsbevrijdend werkt (*cf. infra*).

23. Aanvankelijk werd in het voorstel van de Commissie nog gepreciseerd dat de financiële bijstand moet plaatsvinden *op initiatief* van de raad van bestuur. De uitdrukkelijke verwijzing naar het initiatiefrecht van de raad van bestuur werd finaal in de Wijzigingsrichtlijn niet weerhouden. Wellicht zou hier verwarring hebben kunnen ontstaan. De raad van bestuur heeft inderdaad de bevoegdheid om financiële bijstand te verlenen, maar het initiatief als dusdanig zal in de meeste gevallen uitgaan van de aandeelhouder die zijn aandelen wenst te verkopen dan wel van de kandidaat-koper (al dan niet op suggestie van andere partijen die bij de financiering betrokken zijn). Zij zullen aan de raad van bestuur verzoeken om de overname middels financiële bijstand te faciliteren. De raad van bestuur zal vaak trouwens niet eens op de hoogte zijn van een geplande aandelenoverdracht laat staan dat hij zelf initiatief zou kunnen nemen om financiële bijstand te verlenen. Het is dan ook terecht dat deze vereiste werd geschrapt. Het initiatief kan, maar hoeft niet van de raad van bestuur uit te gaan.

In elk geval zal de tussenkomst van de vennootschap o.i. in grote mate afhangen van de band die bestaat tussen de verzoeker en de raad van bestuur. Het verzoek van een meerderheidsaandeelhouder om een lening te verkrijgen voor de uitkoop van de minderheidsaandeelhouder zal wellicht meer aandacht verkrijgen bij de raad van bestuur dan het verzoek van een minderheidsaandeelhouder om aan de koper van zijn aandelen financiële bijstand te verlenen. De raad van bestuur zal in elk geval niet mogen zwichten voor de druk die door

een meerderheidsaandeelhouder zou kunnen worden uitgeoefend. De verrichtingen vinden immers steeds plaats onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur.

In de rechtsleer werd reeds geopperd om de financiële bijstand te laten toekennen na de voltrekking van de overname-transactie door de bestuurders die door de nieuwe aandeelhouder benoemd werden. Zo zou de vennootschap na de overname een lening kunnen toekennen aan de koper waarmee vervolgens een gedeelte wordt afgelost van de voorheen aangegane bankfinanciering (die zich aldus ten belope van de financiële bijstand beperkt tot een tijdelijk overbruggingskrediet). Op zich lijkt dit geen probleem te vormen. Dat dergelijke bijstand nog steeds aan de voorschriften van artikel 629 W.Venn. moet beantwoorden, is duidelijk⁹⁰. Wel zou men op die manier de bestuurders-vertegenwoordigers van de verkoper kunnen ontlasten van mogelijke aansprakelijkheid in het kader van de toekenning van de financiële bijstand.

V.2. Financiële bijstand gebeurt tegen billijke marktvoorwaarden met name wat betreft de rente die de vennootschap ontvangt en de zekerheid die aan de vennootschap wordt verstrekt

V.2.1. Financiële bijstand met respect voor het vennootschapsbelang

24. De voorwaarde dat de verrichtingen moeten plaatsvinden tegen billijke marktvoorwaarden leunt aan bij de notie van het vennootschapsbelang.

Het vennootschapsbelang vormt een belangrijke toetssteen in het vennootschapsrecht⁹¹. Elke handeling die door de raad van bestuur wordt gesteld, dient verzoenbaar te zijn met het belang van de vennootschap. Handelingen die kennelijk strijdig zijn met dit vennootschapsbelang kunnen in vraag gesteld worden en aanleiding geven tot bestuurdersaansprakelijkheid.

Een wettelijke definitie van het vennootschapsbelang ontbreekt evenwel. De invulling ervan wordt bewust overgelaten aan de raad van bestuur zelf en bij betwisting aan de hoven en rechtbanken. Geval per geval zal moeten worden nagegaan of, rekening houdend met de specifieke omstandigheden, een bepaalde handeling zich al dan niet inschrijft in het vennootschapsbelang.

25. Ook bij financiële bijstand dient de raad van bestuur na te gaan of het verlenen ervan en vooral de voorwaarden

⁹⁰ Cf. *supra* titel IV.5. omtrent de vereiste 'met het oog op'.

⁹¹ Zie voor een uitgebreide bespreking van het vennootschapsbelang o.m.: A. FRANÇOIS, *Vennootschapsbelang*, Antwerpen, Intersentia, 1999.

waartegen de financiële bijstand wordt verleend, stroken met het vennootschapsbelang.

Het belang van de vennootschap kan daarbij verschillende vormen aannemen. Het vennootschapsbelang kan gediend zijn door het concrete voordeel dat de financiële bijstand aan de vennootschap oplevert. Te denken valt daarbij o.m. aan de interest die de vennootschap verkrijgt op de door haar verstrekte lening.

Het vennootschapsbelang kan echter ook veel ruimer zijn dan het concrete voordeel dat de vennootschap uit de transactie haalt. De vennootschap kan om diverse redenen gebaat zijn bij de ganse transactie waarin de financiële bijstand kadert.

Zo kan de vennootschap er belang bij hebben dat in het kader van een successieregeling financiële bijstand wordt verleend aan de opvolger, die reeds jarenlang in het bedrijf is ingewerkt, om de overname van de aandelen mogelijk te maken. Of omgekeerd kan een vennootschap er precies belang bij hebben dat de aandelen aan een derde worden overgedragen teneinde de continuïteit van de onderneming te verzekeren bij gebrek aan een opvolger. Hetzelfde geldt bijvoorbeeld ook voor de vaststelling dat de financiële bijstand tot een stabiele(re) aandeelhoudersstructuur kan leiden of dat met een nieuwe aandeelhouder belangrijke synergieën kunnen worden ontwikkeld of schaalvoordelen kunnen ontstaan.

Geval per geval zal het vennootschapsbelang een andere invulling kennen die het resultaat is van een afweging van diverse toetsingscriteria en elementen.

26. Wellicht opdat de raad van bestuur hiervoor de nodige aandacht zou hebben, maar vooral ook om de aandeelhouders en schuldeisers te beschermen, werd in de nieuwe regeling o.m. uitdrukkelijk als voorwaarde opgenomen dat de financiële bijstand enkel kan plaatsvinden tegen billijke marktvoorwaarden.

Op het eerste gezicht lijkt dit niet zo veel toe te voegen aan de vereiste dat elke handeling die door de raad van bestuur wordt gesteld het vennootschapsbelang moet dienen.

Bij nader inzien echter, valt niet uit te sluiten dat de verwijzing naar 'billijke marktvoorwaarden' een (wellicht niet beoogde) beperking kan inhouden van de vrije invulling door de raad van bestuur van de notie 'vennootschapsbelang'. De vrije appreciatiemarge die de raad van bestuur heeft om te oordelen of de financiële bijstand zou kaderen binnen het vennootschapsbelang, dreigt immers verengd te worden door de vereiste dat in alle gevallen de voorwaarden waaronder de financiële bijstand verstrekt wordt marktconform moeten zijn. Door de strenge toets aan de marktconfor-

miteit dreigen een aantal vormen van financiële bijstand niet mogelijk te zijn omdat deze niet beantwoorden aan de voorwaarden van de markt en dit terwijl het vennootschapsbelang in ruime zin hiermee wel zou kunnen gediend zijn.

Het is trouwens treffend dat de vereiste van de billijke marktvoorwaarden niet voorzien is bij de uitzonderingsregimes inzake financiële bijstand zoals opgenomen in artikel 629, § 2, W.Venn. Wanneer financiële bijstand verleend wordt aan het personeel met het oog op het verkrijgen van aandelen van de vennootschap, is de nieuwe procedure niet van toepassing⁹². Evenmin wordt daarbij dus uitdrukkelijk voorzien dat financiële bijstand aan het personeel enkel mogelijk zou zijn tegen billijke marktvoorwaarden⁹³. De raad van bestuur behoudt hier terecht zijn vrije appreciatiebevoegdheid.

Bovendien heeft de raad van bestuur de verplichting om een verslag op te stellen waarin ook specifiek melding moet worden gemaakt van het belang dat de vennootschap heeft bij het toekennen van de financiële bijstand, naast o.m. een opgave van de risico's voor de liquiditeit en de solvabiliteit van de vennootschap. Bij het opstellen van dit verslag heeft de raad van bestuur dan ook de mogelijkheid om het belang en de risico's voor de vennootschap omstandig uit de doeken te doen. Dergelijke verantwoording in het verslag zou o.i. in principe moeten volstaan zonder dat specifieke criteria worden opgegeven waaraan het vennootschapsbelang moet beantwoorden.

Terecht werd dan ook tijdens de besprekingen in het Europees Parlement een amendement ingediend om de term 'billijke marktvoorwaarden' alsook het uitdrukkelijk verplichte onderzoek naar de kredietwaardigheid te schrappen en te vervangen door een verwijzing naar het belang van de vennootschap⁹⁴. De reden waarom deze amendering niet werd weerhouden, is niet duidelijk.

V.2.2. Financiële bijstand tegen billijke marktvoorwaarden met name wat betreft de rente en de zekerheid

27. Hamvraag is wat onder de term 'billijke marktvoorwaarden' moet worden begrepen.

De 'marktvoorwaarden' zijn o.i. niet de gangbare voorwaarden waaronder leningen in de brede kredietmarkt worden toegekend (*in abstracto*).

Rekening moet worden gehouden met de concrete omstandigheden van elke transactie. Het referentiekader is m.a.w. dat van een vergelijkbare casus. Dit betekent dat de voorwaarden die onafhankelijke derden bereid zouden zijn te

⁹². Met uitzondering van de beperking dat de voor de verrichting uitgetrokken bedragen vatbaar moeten zijn voor uitkering overeenkomstig art. 617 W.Venn. (die reeds gold vóór de invoering van de nieuwe procedure) en de verplichting tot het aanleggen van een onbeschikbare reserve (hetgeen nieuw is).

⁹³. R. TAS, *l.c.*, 628.

⁹⁴. Amendement nr. 30 ingediend door Jean-Paul Gauzès, amendementen 18-33, 19 december 2005, PE 365.118v01-00.

verlenen in een vergelijkbare overnametransactie op dat ogenblik (*in concreto*) zullen gelden als toetsingscriterium⁹⁵.

De term ‘billijk’ wijst op een zekere soepelheid bij de interpretatie. De marktvoorwaarden moeten billijk zijn of m.a.w., rekening houdend met de omstandigheden, redelijk⁹⁶.

28. In elk geval is het duidelijk dat een renteloze lening niet marktconform zal zijn. Of een lening die op een andere manier dan in geld wordt vergoed mogelijk zou zijn, is niet duidelijk. De tekst van de wet verwijst uitdrukkelijk naar ‘rente’ hetgeen een vergoeding in geld lijkt te insinueren.

Zou de vennootschap ook een achtergestelde lening kunnen toekennen? Bij een overnamefinanciering wordt vaak gebruik gemaakt van zogenaamde *mezzanine* financiering. Deze financieringsvorm situeert zich tussen een kapitaalparticipatie en de klassieke bankfinanciering en neemt meestal de vorm aan van een achtergestelde lening. Met deze financieringsvorm is een hoger risico gemoeid vermits de lening achtergesteld is. Dit risico wordt meestal gecompenseerd door een hogere interest.

Dergelijke vorm van financiële bijstand lijkt ons aanvaardbaar voor zover de voorwaarden ervan overeenkomen met wat gangbaar is in de overnamemarkt op dat ogenblik, rekening houdend met de concrete omstandigheden van het dossier. Dergelijke financiële bijstand moet inderdaad niet getoetst worden aan wat gangbaar is in de brede kredietmarkt *in abstracto*, maar wel *in concreto*, rekening houdend met wat gangbaar is in het kader van zogenaamde *mezzanine* financiering bij overnametransacties (die in voorkomend geval de ‘markt’ zal vormen waaraan de toetsing moet gebeuren). In elk geval zal de raad van bestuur er goed aan doen om bij verhoogd risico zeer duidelijk in zijn verslag deze risico’s te onderstrepen en de nodige aandacht te besteden aan de verantwoording van het belang van de financiële bijstand voor de vennootschap.

Moeilijker wordt het wanneer de voorwaarden van de lening rekening houden met specifieke voordelen die enkel relevant zijn voor de betrokken vennootschap. Kan bijvoorbeeld een lening worden verstrekt aan een kandidaat-koper tegen een lage interestvoet in de wetenschap dat er belangrijke synergieën zullen ontstaan voor de vennootschap door zijn aandeelhouderschap? De raad van bestuur zal hier een zeer delicate afweging moeten maken. In elk geval zal het proportionaliteitsbeginsel gerespecteerd moeten worden. De lagere rente moet verantwoord zijn in functie van het te verwachten voordeel. In de mate het te verwachten voordeel bovendien concreter en directer is, zal de afweging gemakkelijker kunnen worden gemaakt. Dit neemt niet weg dat een dergelijke casus moeilijk zal kunnen worden getoetst aan de gangbare

marktvoorwaarden. Hoe atypischer de situatie en/of complexer de voorwaarden van de financiële bijstand, hoe moeilijker het referentiekader van een vergelijkbare casus zal kunnen fungeren als toetssteen.

Het is vooral in dit laatste geval dat duidelijk wordt dat de voorwaarde dat de verrichting moet plaatsvinden tegen billijke marktvoorwaarden eerder dan een explicitering van het vennootschapsbelang een (wellicht niet beoogde) beperking kan inhouden van de vrije invulling ervan door de raad van bestuur.

Door de ‘billijke marktvoorwaarden’ als een afzonderlijke voorwaarde op te leggen, dreigt de wetgever dergelijke transacties uit te sluiten van de door artikel 629 W.Venn. toegestane financiële bijstand. Wij betwijfelen ten zeerste of dit inderdaad de bedoeling is geweest. De reden voor de tussenkomst van de vennootschap zal vaak een specifiek voordeel voor de vennootschap zijn. Dit voordeel kan precies verantwoord worden waarom wordt afgeweken van de ‘marktvoorwaarden’ zonder dat dit op zich een schending van het vennootschapsbelang impliceert.

29. Ook het stellen van zekerheden dient tegen ‘billijke marktvoorwaarden’ te gebeuren.

In principe gaat men ervan uit dat voor de verstrekte zekerheden een vergoeding wordt ontvangen. Het zal niet evident zijn om te bepalen welke vergoeding als marktconform beschouwd zal kunnen worden gezien voor het verstrekken van zekerheden voor andermans schuld doorgaans geen markt bestaat.

Meestal zal het trouwens de bedoeling zijn om zekerheden te verlenen zonder concreet aanwijsbare tegenprestatie.

Dezelfde problematiek als hoger geschetst, stelt zich ook hier. Het is perfect denkbaar dat het stellen van een zekerheid zonder concreet aanwijsbare tegenprestatie in het licht van het vennootschapsbelang verantwoord is, rekening houdend met de volledige context van de transactie en de (indirecte) voordelen ervan voor de vennootschap. Opnieuw rijst hierbij de vraag of dergelijke vorm van financiële bijstand wel ‘marktconform’ is zoals blijktbaar door de wetgever wordt vereist.

30. De billijke marktvoorwaarden beperken zich o.i. niet uitsluitend tot de rente en de zekerheid. Ook andere elementen uit de leningsovereenkomst zullen inderdaad mee in rekening worden gebracht om te bepalen of de verrichting marktconform is. Bepalend zijn o.m. ook de duurtijd van de overeenkomst, de voorwaarden voor (vervroegde) terugbetaling en opeisbaarheid.

⁹⁵ In dezelfde zin: J. RICHELLE en E. JANSSENS, *I.c.*, 118; M. HEENE en F. LECOUTRE, *I.c.*, 477 en (voor Nederland) S.K.M. ’T HOOFT, “Het gewijzigde artikel 2:98c BW en de overnamefinanciering”, *V&O* 2008, 196.

⁹⁶ In Nederland werd door de Commissie vennootschapsrecht benadrukt dat het begrip ‘billijk’ ruim moet worden uitgelegd (Kamerstukken II 2007/08, 31, 220, nr. 3, p. 17).

31. Moet ten slotte bij elke lening ook noodzakelijkerwijze een zekerheid bedongen worden? Alhoewel een strikte lezing van de wettekst dit suggereert, lijkt dit een brug te ver. Net zoals dit in de markt het geval is, zou in bepaalde omstandigheden op notoriëteit moeten kunnen worden geleend⁹⁷.

V.3. De kredietwaardigheid van iedere betrokken tegenpartij moet nauwgezet onderzocht worden

32. De kredietwaardigheid kan in de eerste plaats beoordeeld worden aan de hand van informatie die publiek beschikbaar is. Zo zullen de neergelegde jaarrekeningen onmiskenbaar een nuttig instrument zijn om de bedrijfseconomische situatie van een onderneming na te gaan. Daarnaast heeft men eveneens de mogelijkheid om o.m. het vennootschapsdossier in te zien, de beslagberichten te consulteren, te controleren of er geen neergelegde facturen zijn en hypothecaire getuigschriften op te vragen.

Men heeft de mogelijkheid, maar o.i. niet de verplichting om al deze publieke bronnen te onderzoeken. De raad van bestuur dient weliswaar de juiste diligentie aan de dag te leggen opdat hij zich een correct beeld zou kunnen vormen van de kredietwaardigheid van de begunstigde van de financiële bijstand. De manier waarop dit gebeurt, is van ondergeschikt belang aan de vereiste dat het effectief en nauwgezet gebeurt.

Zo lijkt het ons voor de hand liggend dat ook de nodige informatie wordt opgevraagd bij de tegenpartij zelf. De wettelijke voorwaarde dat het onderzoek naar de kredietwaardigheid nauwgezet moet gebeuren, onderstreept trouwens dat dit onderzoek verder reikt dan een louter nazicht van een aantal publiek beschikbare gegevens⁹⁸. Men zal niet zomaar kunnen vertrouwen op de laatst neergelegde jaarrekening om te oordelen of de ontlener nog kredietwaardig is op het ogenblik van het verstrekken van de lening. Een tussentijdse balans die bij de tegenpartij wordt opgevraagd, zal desgevallend meer duidelijkheid brengen. Eventueel kunnen ook de bestuurders en/of aandeelhouders van de begunstigde bepaalde garanties leveren omtrent de kredietwaardigheid. Indien de begunstigde een fysieke persoon is, zal er overigens nauwelijks publieke informatie beschikbaar zijn zodat de raad van bestuur zich verplicht zal zien om de betrokken persoon rechtstreeks te bevragen. Men zou in dit geval o.m. de aangiften in de personenbelasting kunnen opvragen.

Daarnaast lijkt het ons logisch dat indien meerdere partijen tussenkomen in de overnamefinanciering, de vennootschap

ook inzage verkrijgt in de manier waarop de ganse overname wordt gefinancierd. Indien naast de financiële bijstand van de vennootschap ook een bankkrediet wordt verleend aan de koper is het voor de vennootschap nuttig om de contouren daarvan te kennen en te vernemen aan welke voorwaarden de bank leent en welke zekerheden door de koper aan de bank verleend worden. Andere bijkomende financieringen kunnen evenzeer een impact hebben op de kredietwaardigheid van de derde-begunstigde.

Men mag er in elk geval niet op vertrouwen dat er sprake is van kredietwaardigheid louter en alleen omdat de bank eveneens bereid zou zijn om een lening te verstrekken. Ook het feit dat een passende zekerheid werd verleend voor de financiële bijstand ontslaat de raad van bestuur niet van zijn plicht om de kredietwaardigheid nauwgezet te onderzoeken. Hetzelfde geldt voor de vaststelling dat de aandeelhouders van de koper solvabele partijen zijn en over een onbesproken reputatie zouden beschikken in de overnamemarkt. Elk op zich volstaan deze overwegingen niet.

33. Indien de kredietwaardigheid van de begunstigde aanzienlijk zou wijzigen na de redactie van het verslag van de raad van bestuur en voordat de goedkeuring bekomen wordt van de algemene vergadering, dient de raad van bestuur de algemene vergadering hiervan in kennis te stellen. Het achterhouden van belangrijke informatie kan de aansprakelijkheid van de bestuurders in het gedrang brengen⁹⁹. Indien de kredietwaardigheid zou wijzigen nadat de algemene vergadering de vooropgestelde financiering heeft goedgekeurd dan heeft de raad van bestuur alsnog de mogelijkheid om de verrichting niet te laten plaatsvinden. Per slot van rekening gebeurt de verrichting onder zijn verantwoordelijkheid. Ook na het toekennen van de financiële bijstand dient de raad van bestuur de vinger aan de pols te houden. Net zoals bij elke andere debiteur dient de raad van bestuur de nodige maatregelen te treffen mocht blijken dat de kredietwaardigheid van de schuldenaar wordt aangetast.

34. In sommige gevallen zal de kandidaat-koper een pas opgerichte vennootschap zijn met een beperkt startkapitaal. Het verlenen van financiële bijstand aan dergelijke vennootschap zal voor de raad van bestuur niet zonder risico zijn. Veel zal vaak afhangen van de mogelijkheden die er bestaan om de lening terug te kunnen betalen met de middelen die binnen de steunverlenende vennootschap gegenereerd worden. Gezien de beoordeling van de kredietwaardigheid van deze nieuwe vennootschap onrechtstreeks neerkomt op een beoordeling van de eigen toekomstperspectieven van de doelvennootschap die financiële bijstand verleent, zal de

⁹⁷. S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, "Nieuw kapitaalrecht – van kapitaal belang?", *TRV* 2009, 270.

⁹⁸. *Contra*: Y. VERLEISDONK en A. BLATON, *l.c.*, 242. Volgens deze auteurs zou de raadpleging van een aantal publieke bronnen verplichtend zijn en op zich volstaan (tenzij er aanwijzingen zouden zijn dat de kredietwaardigheid van de begunstigde sinds de afsluiting van de laatste jaarrekening vermindert is).

⁹⁹. Vgl. met de informatieplicht die de bestuurders hebben indien zich belangrijke wijzigingen in de activa en passiva voordoen voordat de algemene vergadering zich over de fusie of splitsing uitsprekt.

raad van bestuur hier bijzonder voorzichtig te werk moeten gaan.

V.4. Het verslag van de raad van bestuur

V.4.1. Verplichte vermeldingen in het verslag van de raad van bestuur

35. De raad van bestuur moet een verslag opstellen dat minstens volgende elementen dient te bevatten:

a. De redenen van de verrichting

36. In het verslag moet worden uiteengezet waarom de lening of de zekerheid wordt verstrekt. Dit vereist een toelichting bij het ruimer feitelijk en juridisch kader waarbinnen de lening of zekerheid wordt verleend.

b. Het belang dat de vennootschap bij het aangaan van een dergelijke verrichting heeft

37. De raad van bestuur dient niet alleen toe te lichten waarom de financiële bijstand wordt verleend, maar evenzeer waarom deze door de vennootschap wordt toegekend. M.a.w. welk belang heeft de vennootschap bij het verlenen van de financiële bijstand? Zoals hierboven reeds werd verduidelijkt, dient elke beslissing van de raad van bestuur te beantwoorden aan het vennootschapsbelang. Bij het verlenen van financiële bijstand zal de raad van bestuur dit nu expliciet dienen te verantwoorden in zijn verslag. De raad van bestuur wordt door deze motiveringsplicht gedwongen om weloverwogen te werk te gaan¹⁰⁰.

Deze werkwijze biedt daarnaast ook het voordeel dat de raad van bestuur zichzelf een zeer nuttig instrument verschaft voor het geval zijn aansprakelijkheid later in vraag zou gesteld worden. Hij zal kunnen teruggrijpen naar het verslag waarin zijn besluit (*in tempore non suspecto*) gemotiveerd werd. Vergelijk met het financieel plan dat de oprichters dienen op te stellen en dat later van pas kan komen wanneer hun oprichtersaansprakelijkheid zou worden ingeroepen.

Naarmate bepaalde vormen van financiële bijstand meer risico inhouden of complexer zijn, zal trouwens een meer uitgebreide verantwoording in het verslag aangewezen zijn. Hoe moeilijker het wordt om een marktconforme vergelijking te maken, hoe belangrijker het ook zal zijn om de tussenkomst van de vennootschap correct te verantwoorden in het verslag.

c. De voorwaarden waartegen de verrichting wordt aangegaan

38. De voorwaarden waaronder de lening respectievelijk de zekerheid wordt verstrekt, dienen eveneens in het verslag te worden opgenomen. Op die manier kunnen de aandeelhouders en de schuldeisers zich ervan vergewissen of deze inderdaad billijk en marktconform zijn.

39. Onder de term 'verrichting' dient niet de ganse overnametransactie te worden verstaan. Met de term verrichting wordt hier specifiek verwezen naar de lening of de zekerheid die door de vennootschap wordt toegekend¹⁰¹.

d. De aan de verrichting verbonden risico's voor de liquiditeit en de solvabiliteit

40. De raad van bestuur zal verder moeten uiteenzetten welke impact de financiële bijstand heeft op de liquiditeit en de solvabiliteit van de vennootschap. Het toekennen van een lening of het verstrekken van een zekerheid mogen geen onnodige risico's inhouden die de continuïteit van de vennootschap in het gevaar zouden brengen. Zoals hoger gezegd kadert dit aspect o.i. tevens binnen de ruimere notie van het vennootschapsbelang.

e. De prijs waartegen de derde geacht wordt de aandelen te verkrijgen

41. De prijs¹⁰² die de kandidaat-koper zal betalen voor de aandelen dient te worden opgenomen in het verslag¹⁰³. Op die manier kan o.m. worden nagegaan hoe de door de vennootschap verleende financiële bijstand zich tot de overnameprijs verhoudt. Dat de financiële bijstand de overnameprijs niet mag overstijgen, spreekt voor zich. Anderzijds kan de verhouding tussen de overnameprijs en de financiële bijstand in bepaalde gevallen ook een indicatie zijn voor de kredietwaardigheid van de derde.

42. De prijs is deze die betaald wordt voor de overname van de aandelen. Wanneer de prijs na de overname nog kan aangepast worden in functie van het behalen van bepaalde targets (zogenaamde *earn-out*) lijkt het aangewezen om hiervan eveneens melding te maken. Hetzelfde geldt voor het feit of de prijs al dan niet volledig betaald wordt bij overname van de aandelen dan wel of er een uitgestelde betaling is.

43. Indien de prijs voor de aandelen nog niet definitief vaststaat, lijkt het ons verdedigbaar dat financiële bijstand

¹⁰⁰. S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 269.

¹⁰¹. S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 270.

¹⁰². Art. 23 van de richtlijn verwijst naar de 'koers' i.p.v. de 'prijs' van de aandelen.

¹⁰³. Wil men gebruik maken van financiële bijstand door de vennootschap, zal men er zorg voor dragen geen confidentialiteitsverbintenis op te nemen in een intentieverklaring o.m. omtrent de prijs die voor de aandelen zal betaald worden.

kan worden verleend voor zover de overnameprijs zich situeert binnen de grenzen van een in het verslag opgegeven vork.

De vereiste dat enkel om financiële bijstand zou kunnen worden verzocht wanneer de overnameprijs 100% vaststaat, zou immers in vele gevallen het overnameproces onnodig kunnen vertragen en grote onzekerheid teweegbrengen. Dit zou nl. betekenen dat men pas aan het einde van een soms langdurig overnameproces – met alle daaraan verbonden kosten – uitsluitel zou hebben omtrent de al dan niet tussenkomst van de vennootschap en bijgevolg het slagen van de overname. Deze gang van zaken sluit niet aan bij de overnamepraktijk. Zowel koper als verkoper hebben er baat bij om reeds in een vroeger stadium comfort te krijgen over de financiering.

In een intentieverklaring wordt de koopprijs meestal reeds indicatief opgegeven. Op dat ogenblik zou de raad van bestuur verzocht kunnen worden om financiële bijstand te verlenen rekening houdend met een mogelijke aanpassing van de koopprijs n.a.v. bijvoorbeeld de *due diligence* en dit binnen bepaalde redelijke grenzen. Dit geeft de mogelijkheid aan partijen om nog te onderhandelen over de overnameprijs binnen de vooropgestelde prijsvork in de wetenschap dat effectief een overname kan plaatsvinden nu financiële bijstand reeds werd goedgekeurd. Deze visie doet o.i. evenmin afbreuk aan de mogelijkheid die derden zouden moeten hebben om na te gaan hoe de financiële bijstand zich tot de prijs verhoudt.

44. Merk ten slotte op dat de raad van bestuur in zijn verslag geen melding dient te maken van het onderzoek dat hij heeft gevoerd naar de kredietwaardigheid van de begunstigde. Bestuurders zullen de nodige aandacht moeten hebben voor de bewijsproblematiek die zou kunnen ontstaan wanneer de financiële bijstand later in vraag zou worden gesteld. Het is raadzaam om zichzelf als bestuurder het nodige bewijs te verschaffen dat effectief de nodige informatie werd opgevraagd en nauwgezet onderzocht. Hetzelfde geldt voor de toets aan de billijke marktvoorwaarden. Hoewel de voorwaarden van de verrichting moeten worden opgenomen in het verslag, is geen uitdrukkelijke verant-

woording voorgeschreven met betrekking tot het al dan niet marktconforme karakter ervan.

V.4.2. De publicatieverplichting van het verslag van de raad van bestuur

45. Het verslag van de raad van bestuur moet worden neergelegd ter griffie van de rechtbank van koophandel en dient in de bijlagen bij het *Belgisch Staatsblad* gepubliceerd te worden (art. 629, § 1, 3° *juncto* art. 74 W.Venn.).

De publicatie in de vorm van een loutere mededeling in het *Belgisch Staatsblad* dat het verslag is neergelegd, had kunnen volstaan¹⁰⁴. De Europese wetgever had deze mogelijkheid voorzien. Om niet nader gepreciseerde redenen is de Belgische wetgever een stap verder gegaan en wordt de publicatie van het verslag *in extenso* verplicht gesteld.

Deze publicatieverplichting kan in de praktijk als storend ervaren worden¹⁰⁵. Vooral de verplichte openbaarmaking van de prijs waartegen de aandelen worden verworven, zou belemmerend kunnen werken voor een courante toepassing van het nieuwe regime. Er mag echter niet uit het oog verloren worden dat de publicatieverplichting is ingegeven vanuit de bezorgdheid om aandeelhouders, maar vooral ook schuldeisers te beschermen¹⁰⁶. Op die manier zullen derden zich kunnen vergewissen van de voorwaarden waaronder de financiële bijstand werd verleend. De raad van bestuur heeft er trouwens ook alle belang bij dat derden op een correcte manier worden ingelicht¹⁰⁷. Indien de overnameprijs bovendien nog niet definitief zou vaststaan en slechts een prijsvork kan worden opgegeven (*cf. supra*), zijn er wellicht minder bezwaren tegen de publicatie daarvan.

46. De neerlegging van het verslag van de raad van bestuur ter griffie dient te gebeuren uiterlijk 15 dagen na de goedkeuring door de algemene vergadering¹⁰⁸. Indien de algemene vergadering haar goedkeuring niet verleent, lijkt het weinig zinvol om het verslag alsnog neer te leggen en te publiceren¹⁰⁹.

47. Zonder dat de Belgische wetgever hier expliciet op wijst, is het duidelijk dat het verslag van de raad van bestuur aan de algemene vergadering dient te worden overge-

^{104.} Vgl. met de publicatie van de mededeling van de neerlegging van het voorstel bij fusie, splitsing en inbreng.

^{105.} HEENE en LECOUTRE stellen dat deze publicatieverplichting de “*absolute doodoener (is) van de nieuwe regeling aangezien de koopprijs in de praktijk door elke koper en verkoper als volstrekt confidencieel wordt beschouwd*” (M. HEENE en F. LECOUTRE, *l.c.*, 478); S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 275 en Y. VERLEISDONK en A. BLATON, *l.c.*, 244.

^{106.} De aandeelhouders zullen trouwens al ingelicht zijn via het verslag dat hen wordt overgemaakt met het oog op de algemene vergadering die goedkeuring zal moeten verlenen.

^{107.} De raad van bestuur zal er wel op toezien dat bepaalde confidentialiteitsverbintenissen waarvan men kennis zou hebben, niet geschonden worden. Problemen kunnen vermeden worden door voorafgaand het uitdrukkelijk akkoord van de betrokken partijen te bekomen.

^{108.} S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 275 en J. RICHELLE en E. JANSSENS, *l.c.*, 119.

^{109.} In de Nederlandse wet tot uitvoering van de Wijzigingsrichtlijn (wet van 29 mei 2008 tot uitvoering van richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 september 2006 (*PbEUL*, 264) tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG betreffende de oprichting van naamloze vennootschappen en de instandhouding en wijziging van hun kapitaal) is trouwens in dit verband uitdrukkelijk voorzien dat de neerlegging van het verslag dient te gebeuren ‘binnen acht dagen na de in lid 5 bedoelde goedkeuring’ (art. 98, c, 7, van boek 2 van het BW zoals door voormelde wet gewijzigd).

maakt¹¹⁰. Dit verslag zal dan ook conform artikel 535 W.Venn. vooraf aan de aandeelhouders ter beschikking moeten worden gesteld met het oog op de algemene vergadering.

V.4.3. Belangenconflicten

48. De Europese wetgever heeft bijzondere aandacht gevraagd voor het geval zich een belangenconflict zou voordoen. Men heeft daarbij specifiek de situatie voor ogen waarbij hetzij een bestuurder van de vennootschap of van de moedervennootschap hetzij de moedervennootschap zelf, begunstigde zou zijn van de financiële bijstand. Artikel 23bis van de Wijzigingsrichtlijn bepaalt dat de lidstaten er in zo'n geval zorg voor moeten dragen dat de transactie niet strijdig is met de belangen van de vennootschap.

49. De Belgische wetgever heeft geoordeeld dat de belangenconflictenregeling zoals voorzien in het Wetboek van Vennootschappen voldoende garanties biedt voor het geval de *bestuurder van de steunverlenende vennootschap* de begunstigde zou zijn. Verwezen wordt naar artikel 259 W.Venn. voor de BVBA en de artikelen 523 en 524 W.Venn. voor de NV¹¹¹. Voor de CVBA bestaat geen belangenconflictenregeling. Alhoewel de nieuwe regels inzake financiële bijstand ook van toepassing zijn op de CVBA heeft de wetgever het niet nuttig gevonden om een dergelijke procedure in het Wetboek van Vennootschappen in te lassen¹¹².

Wanneer de begunstigde de bestuurder is van de vennootschap zullen bijgevolg niet alleen de voorschriften van artikel 629 W.Venn. moeten worden toegepast, maar ook die van de belangenconflictenregeling¹¹³. Het verdient aanbeveling om van het belangenconflict eveneens melding te maken in het bijzonder verslag van de raad van bestuur alhoewel dit niet uitdrukkelijk in de wet is voorzien.

50. Het Wetboek van Vennootschappen bood evenwel geen sluitende regeling inzake belangenconflicten wanneer de *bestuurder van de moedervennootschap* of de *moedervennootschap zelf* de begunstigde van de financiële bijstand zou zijn¹¹⁴. Vandaar dat de nieuwe regeling nu uitdrukkelijk bepaalt dat in die gevallen "*het verslag van de raad van bestuur bovendien een specifieke verantwoording (zal bevatten) van de genomen beslissing, rekening houdend met de hoedanigheid van de begunstigde, alsook met de vermogens-*

rechtelijke gevolgen van de verrichting voor de vennootschap".

Men kan zich afvragen wat de meerwaarde is van een beschrijving van de vermogensrechtelijke gevolgen gezien in het verslag reeds opgave moet worden gedaan van de risico's van de verrichting voor de liquiditeit en de solvabiliteit van de vennootschap¹¹⁵. Wel nuttig is de verplichte vermelding dat de betrokken bestuurder een belangenconflict heeft.

51. Het komt ons voor dat de belangenconflictenregeling in beginsel ook zal moeten worden toegepast wanneer de bestuurder van de steunverlenende vennootschap de aandeelhouder is die zijn aandelen wenst te verkopen aan de begunstigde van de financiële bijstand, voor zover er althans sprake is van een daadwerkelijk vermogensrechtelijk belang in zijn hoofde.

De betrokken bestuurder die tevens de verkopende aandeelhouder is, zal bij het toekennen van de financiële bijstand een voordeel van vermogensrechtelijke aard hebben. Alhoewel de financiële bijstand wordt toegekend aan de koper van de aandelen is het duidelijk dat dankzij de tussenkomst een aandelentransactie kan worden gerealiseerd, waardoor de aandeelhouder/bestuurder zijn aandelen kan verkopen. De financiële bijstand is direct gerelateerd met de aandelenoverdracht.

V.5. De voorafgaande goedkeuring door de algemene vergadering

52. Voor de tussenkomst van de algemene vergadering heeft de Europese wetgever inspiratie gevonden bij de procedure voor het verkrijgen van eigen aandelen. Gezien het verstrekken van financiële bijstand net zoals het verkrijgen van eigen aandelen als een vorm van 'oneigenlijke' uitkering kan worden beschouwd, lag ook hier de tussenkomst van de algemene vergadering voor de hand¹¹⁶.

In het rapport Winter werd zelfs geopteerd voor een procedure waarbij de algemene vergadering machtiging zou verlenen aan de raad van bestuur om gedurende een periode van maximaal vijf jaar over te gaan tot het verlenen van financiële bijstand¹¹⁷. Dit voorstel werd finaal niet weerhouden.

¹¹⁰. Art. 23 van de richtlijn bepaalt uitdrukkelijk dat het bestuursorgaan een schriftelijk rapport moet indienen bij de algemene vergadering.

¹¹¹. Zie het verslag aan de Koning bij het KB van 8 oktober 2008, BS 30 oktober 2008.

¹¹². "*Een procedure ter voorkoming van belangenconflicten bestaat niet bij de CVBA, doch de Regering meent dat de regelgeving inzake de financiering van de verkrijging van eigen aandelen van de CVBA door een derde niet de gepaste gelegenheid is om een dergelijke procedure in te voeren. De richtlijn legt in dit opzicht niet op maatregelen te nemen vermits zij de CVBA niet beoogt, maar enkel de NV.*" (Verslag aan de Koning bij het KB van 8 oktober 2008, BS 30 oktober 2008).

¹¹³. Weliswaar kan daarbij worden opgemerkt dat de belangenconflictenregeling ex art. 523 W.Venn. in bepaalde gevallen niet van toepassing kan zijn: zie art. 523, § 3, W.Venn.

¹¹⁴. Onder 'moedervennootschap' dient te worden verstaan: de vennootschap die een controlebevoegdheid uitoefent over een andere vennootschap (art. 6 W.Venn.).

¹¹⁵. Y. VERLEISDONK en A. BLATON, *l.c.*, 244 en J. RICHELLE en E. JANSSENS, *l.c.*, 120.

¹¹⁶. R. TAS, *l.c.*, 627.

¹¹⁷. HLG-rapport, p. 85.

De algemene vergadering kan bijgevolg *in abstracto* geen machtiging voor een bepaalde periode verlenen aan de raad van bestuur om binnen een bepaald kader financiële bijstand toe te staan¹¹⁸. Er is geen algemene *ex ante* goedkeuringsregeling voor toekomstige steunverlening toegestaan. Elke tussenkomst van de algemene vergadering dient transactiegebonden te zijn.

53. De algemene vergadering zal besluiten met het quorum en de meerderheid vereist voor een statutenwijziging. Dit betekent concreet dat de helft van het maatschappelijk kapitaal moet vertegenwoordigd zijn en pas geldig kan beslist worden met een 3/4 meerderheid¹¹⁹. De betrokken aandeelhouder die zijn aandelen wenst te verkopen zal aan de stemming kunnen deelnemen.

Het verslag dat de raad van bestuur moet opstellen, zal aan de algemene vergadering de mogelijkheid bieden om zich terdege voor te bereiden en met kennis van zaken te stemmen. De aandeelhouders zullen desgevallend gebruik kunnen maken van hun vraagrecht om bijkomende verduidelijking te vragen aan de bestuurders. De uitoefening van het vraagrecht kan o.m. bijzonder nuttig zijn om meer informatie te bekomen over het onderzoek naar de kredietwaardigheid van de begunstigde. Zoals hoger aangegeven dient hierover immers geen afzonderlijke verantwoording te worden gegeven in het verslag van de raad van bestuur. Hetzelfde geldt voor het marktconform karakter van de voorwaarden waartegen de financiële bijstand wordt verleend.

54. Eens de goedkeuring werd verleend, zal de raad van bestuur hierdoor niet van zijn verantwoordelijkheid ontheven worden. De goedkeuring werkt m.a.w. niet aansprakelijkheidsbevrijdend. De tussenkomst van de algemene vergadering dient veeleer beschouwd te worden als een opschortende voorwaarde voor de effectieve financiële bijstand die verleend wordt door en onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur.

Om die reden lijkt het ons ook niet mogelijk dat de algemene vergadering wijzigingen zou aanbrengen op de door de raad van bestuur ter beoordeling voorgelegde financiële bijstand. Wenst de algemene vergadering dit wel te doen, dan zal een eventueel aldus gewijzigd voorstel opnieuw via de raad van bestuur moeten passeren en een nieuw verslag vereisen als ook een nieuwe navolgende tussenkomst van de algemene vergadering.

55. Ten slotte wordt opgemerkt dat de nieuwe regeling niet bepaalt binnen welke periode de verrichting effectief door de raad van bestuur moet uitgevoerd worden. Een ‘houdbaarheidsdatum’ ontbreekt. De raad van bestuur zal er weliswaar moeten op toezien dat, op het ogenblik dat de financiële bijstand effectief wordt verleend, de eerder door de algemene vergadering verleende goedkeuring nog ‘actueel’ is. De verrichting vindt immers steeds plaats onder zijn verantwoordelijkheid. De algemene vergadering zou tevens kunnen voorstellen dat haar goedkeuring geldt voor zover de financiële bijstand wordt toegekend binnen een bepaalde periode.

V.6. De beperking van het bedrag van de financiële bijstand en de onbeschikbare reserve

56. Artikel 629, § 1, 4°, W.Venn. omvat een dubbele voorwaarde: (i) een beperking van het bedrag van de financiële bijstand in het licht van artikel 617 W.Venn.¹²⁰ en (ii) de verplichting om een onbeschikbare reserve¹²¹ aan te leggen ten belope van de verleende financiële bijstand. Eén en ander is duidelijk geïnspireerd op de regeling inzake de inkoop van eigen aandelen.

57. Door deze vereiste voorop te stellen, gaat de wetgever er blijkbaar van uit dat de doelvennootschap effectief een verlies zal lijden ten belope van de financiële bijstand. Dit niettegenstaande het feit dat slechts een lening dan wel een zekerheid wordt verstrekt, hetgeen in principe geen definitieve cash out impliceert in tegenstelling tot bepaalde andere technieken voor het opstromen van gelden (zoals bv. de uitkering van een dividend)¹²².

Hiermee rekening houdend heeft de wetgever beperkingen gesteld aan het bedrag dat kan worden aangewend voor het verlenen van financiële bijstand: het totale bedrag daarvan mag in geen geval meer bedragen dan de uitkeerbare ruimte in het licht van artikel 617 W.Venn. (dat ook in het kader van diverse andere uitkeringen als grens geldt). In essentie komt dit hierop neer dat wanneer men het netto-actief zou verminderen met het bedrag dat wordt gebruikt voor de zogenaamde ‘oneigenlijke uitkering’ (*i.c.* de financiële bijstand), dit minimaal gelijk moet blijven aan het bedrag van het opgevraagd kapitaal, vermeerderd met de onbeschikbare reserves¹²³.

De vereiste om tegelijk ook een onbeschikbare reserve aan te leggen, moet beletten dat dezelfde bedragen naderhand ‘nogmaals’ zouden kunnen worden ‘uitgekeerd’. Door de onbe-

¹¹⁸. S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 271; J. RICHELLE en ELS JANSSENS, *l.c.*, 121. *Contra*: ELKE JANSSENS, “Inbreng in natura en inkoop eigen aandelen”, *Balans*, n° 597, 30 november 2008, 4.

¹¹⁹. Art. 558 W.Venn. (NV en CVBA) resp. art. 286 W.Venn. (BVBA).

¹²⁰. Een bespreking van dit artikel valt buiten het bestek van huidige bijdrage. Zie in dit verband o.m.: R. TAS, *o.c.*, 143 e.v. en V. COLAERT, “Commentaar bij art. 617 W.Venn. (oude art. 77bis Ven.W.)” in X (eds.), *Vennootschappen en verenigingen. Commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Antwerpen, Kluwer, losbl., 2006, 23 p.

¹²¹. Omtrent de in de Nederlandse tekst van het KB van 8 oktober 2008 gehanteerde en enigszins eigenaardige terminologie van een ‘niet voor uitkering beschikbare reserve’ i.p.v. ‘onbeschikbare reserve’: zie S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 272. O.i. is het duidelijk dat het inderdaad gaat om een onbeschikbare reserve, ondanks de ietwat ongelukkige terminologie.

¹²². J. RICHELLE en E. JANSSENS, *l.c.*, 122.

¹²³. R. TAS, *o.c.*, nr. 242.

schikbare reserve wordt immers het bedrag dat krachtens artikel 617 W.Venn. voor toekomstige uitkeringen vatbaar is, verminderd met een bedrag gelijk aan de onbeschikbare reserve of m.a.w. aan de verleende financiële bijstand¹²⁴.

58. Om te beoordelen of de financiële bijstand in een welbepaald geval wel degelijk binnen de grenzen van artikel 617 W.Venn. blijft en tegelijk het bedrag te bepalen van de onbeschikbare reserve die moet worden aangelegd, moet de financiële bijstand uiteraard in eerste instantie gewaardeerd worden.

Dit levert weinig moeilijkheden op wanneer het om een lening gaat: het volledige ontleende bedrag zal in aanmerking moeten genomen worden.

Meer moeilijkheden kunnen zich echter voordoen wanneer de financiële bijstand bestaat in het verlenen van een zekerheid. Ook hier past o.i. een conservatieve benadering die rekening houdt met de uitwinning van de verleende zekerheid¹²⁵. In het licht daarvan zouden volgende vuistregels vooropgesteld kunnen worden: (i) ofwel is het bedrag ten belope waarvan de zekerheid wordt verstrekt uitdrukkelijk beperkt: in voorkomend geval ligt het voor de hand dat met dit bedrag rekening wordt gehouden; (ii) ofwel werd geen beperking tot een welbepaald gewaarborgd bedrag opgenomen in het kader van de zekerheid: in voorkomend geval dient een onderscheid te worden gemaakt tussen zakelijke en persoonlijke zekerheden. In geval van een zakelijke zekerheid, zal het laagste van de volgende twee bedragen in aanmerking moeten worden genomen: ofwel de waarde van de activa waarop de zekerheid betrekking heeft¹²⁶, ofwel het bedrag van de gewaarborgde schuld (inclusief toebehoren). In geval van persoonlijke zekerheden (bv. borgstelling) of gelijkaardige procédés (bv. hoofdelijkheid) zal het bedrag van de gewaarborgde schuld (inclusief toebehoren) bepalend zijn.

Eerder werd in de rechtsleer verdedigd dat voor de waardering van de toegelaten financiële bijstand onder de vorm van een zekerheid, moet worden uitgegaan van het bedrag van de schuld waarvoor de zekerheid werd gegeven¹²⁷. Deze rechtsleer dateert van vóór de gewijzigde regelgeving en kadert in de oorspronkelijk reeds voorziene uitzonderingen op het verbod tot verlenen van financiële bijstand en de reeds

voorheen bestaande beperking in het kader daarvan tot de uitkeerbare ruimte conform artikel 617 W.Venn. Slechts weinig auteurs lijken echter dieper in te gaan op deze waarderingsproblematiek en zich vragen te stellen bij de doorgaans al te gemakkelijk aangenomen automatische gelijkschakeling van de waardering van de zekerheid met het bedrag van de gewaarborgde schuld¹²⁸.

Naar onze mening gaat deze stelling een stap te ver¹²⁹, minstens is ze te ongenueanceerd. Het uitgangspunt is o.i. de waarde van de verstrekte zekerheid (het weze het bedrag waartoe de waarborgverstreking werd beperkt, dan wel de waarde van de tot zekerheid verleende activa) met dien verstande dat dit bedrag nooit groter kan zijn dan het bedrag van de gewaarborgde schuld¹³⁰. Dit maakt in beginsel de maximale (potentiële) verarming van de doelvennootschap uit. Weliswaar kunnen zich gevallen voordoen waarbij het niet evident is om de juiste waarde van de verstrekte zekerheid vast te stellen. In dergelijke gevallen kan alsnog worden teruggevallen op het bedrag van de verstrekte lening. Het verlies voor de vennootschap kan immers nooit hoger zijn dan dit bedrag.

59. Het bovenstaande geldt voor de waardering van de financiële bijstand op het ogenblik van het verlenen ervan. Wat echter indien de waarde van de activa waarop de verleende zekerheid betrekking heeft naderhand zou wijzigen? Wat bij periodiek terugbetaalbare leningen? Of nog: wat indien het gevreesde risico zich inderdaad voordoet en de recuperatie van de ontleende gelden dubieus wordt of de gestelde zekerheid effectief wordt uitgewonnen?

Door bepaalde auteurs wordt geopperd dat een toename in de waarde van de activa waarop de verstrekte zekerheid betrekking heeft niet alleen tot een verhoging van de aangelegde onbeschikbare reserve zou moeten leiden (zonder weliswaar het totale bedrag van de gewaarborgde schuld te overschrijden), maar tevens tot gevolg zou kunnen hebben dat de grens van artikel 617 W.Venn. wordt overschreden¹³¹.

Terecht wordt deze stelling door anderen bekritiseerd¹³². Het kan inderdaad niet aanvaard worden dat transacties die op het ogenblik dat zij worden gesteld, perfect rechtsgeldig en legitiem zijn, naderhand alsnog gesanctioneerd zouden worden op grond van gewijzigde omstandigheden die men op

¹²⁴. Zie voor een argumentatie van de onbeschikbare reserve als het pendant van de beperking in het licht van art. 617 W.Venn. o.m. R. TAS, *o.c.*, nrs. 244-245.

¹²⁵. H. CULOT en P.-Y. THOUMSIN, *l.c.*, nr. 34 en M. FYON, *l.c.*, 18.

¹²⁶. Zie evenwel *infra* omtrent de moeilijkheid van waardering van de zekerheden.

¹²⁷. Zie o.m. F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, 20; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 28 en K. GEENS, "De verwerving van eigen aandelen en personeelsaandelen" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *NV en BVBA na de wet van 18 juli 1991*, Kalmthout, Biblo, 1992, nr. 22 *in fine* (die de betreffende zinsnede weliswaar aanvat met "Wellicht...").

¹²⁸. Zie o.m. wel B. POUSEELE, J. SANDRA, F. SOETAERT en G. VERHAEGHE, *Inkoop eigen aandelen* in de reeks *Recht & Onderneming in de praktijk*, UGA, 2006, 49.

¹²⁹. Cf. R. TAS, *o.c.*, nr. 247 en S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 272-273. Zie tevens M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 22, die verdedigt dat niet het bedrag van de schuld, maar wel het bedrag waarvoor de zekerheid wordt gegeven (de potentiële geldstroom) voor uitkering vatbaar moet zijn.

¹³⁰. Cf. R. TAS, *o.c.*, nr. 247 en K. TROCH, *o.c.*, p. 53, voetnoot 158.

¹³¹. S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 273.

¹³². J. RICHELLE en E. JANSSENS, *l.c.*, 122.

het ogenblik van het stellen van de transactie niet kon kennen noch inschatten. Dergelijke situatie zou een onvermijdelijke en o.i. onaanvaardbare rechtsonzekerheid in de hand werken. Ook de wet voorziet trouwens niet in een procedure van jaarlijkse ‘herziening’ op grond van een herevaluatie in het licht van artikel 617 W.Venn., noch van de aangelegde onbeschikbare reserve. Integendeel werd reeds in eerdere rechtsleer (daterend van vóór het KB van 8 oktober 2008) gesteld dat het in aanmerking te nemen ogenblik om de beoordeling in het licht van artikel 617 W.Venn. te maken, het ogenblik is waarop het voorschot, de lening of de zekerheid wordt toegestaan¹³³. Terecht werd daarbij benadrukt dat men zich, voor de beoordeling of een welbepaalde handeling al dan niet een fout uitmaakt, dient te stellen op het ogenblik dat de handeling werd gesteld en dat het feit dat bij de uitwinning ervan de zekerheid de op dat moment uitkeerbare bedragen zou overschrijden, geen inbreuk uitmaakt op het voorheen bestaande verbod¹³⁴. Vraag is overigens welke sanctie in voorkomend geval van toepassing zou zijn: alsnog strafrechtelijke sanctionering van de voormalige of huidige bestuurders wegens schending van artikel 629 W.Venn. of enkel civielrechtelijke aansprakelijkheid en/of nietigheid?

Eén en ander neemt niet weg dat men steeds met de nodige omzichtigheid moet tewerk gaan bij het *ab initio* bepalen van de waarde van de zekerheid. Is de waardering van de tot zekerheid strekkende activa niet evident, dan doet men er goed aan om het bedrag ten belope waarvan de zekerheid wordt verstrekt, uitdrukkelijk te beperken. Doet men dit niet, dan is de meest veilige werkwijze om als waarde het totaal bedrag van de gewaarborgde schuld in aanmerking te nemen. Dit is immers het maximale (potentiële) verlies voor de vennootschap.

60. Een omgekeerde beweging die neerkomt op het afbouwen van de onbeschikbare reserve in het licht van de periodieke aflossingen op de verstrekte lening dan wel op de schuld die wordt gewaarborgd door de verleende zekerheid, of de (gedeeltelijke) vrijgave van de verstrekte zekerheid wordt wel terecht in de rechtsleer verdedigd¹³⁵. Naarmate immers bijvoorbeeld de schuldvordering op de derde die op de actiefzijde van de balans is geboekt, door periodieke aflossingen daalt, vermindert ook het risico van ‘aantasting’ van het kapitaal¹³⁶.

Voor wat financiële bijstand in de vorm van een zekerheid

betreft, zal het afbouwen van de onbeschikbare reserve slechts een aanvang kunnen nemen eens het totaal nog verschuldigde bedrag van de gewaarborgde schuld daalt beneden de waarde van de in zekerheid gegeven activa dan wel het maximum bedrag waarvoor de zekerheid werd verstrekt¹³⁷.

61. Wellicht zal de dubbele voorwaarde van artikel 629, § 1, 4°, W.Venn. van aard zijn om de doorgevoerde hervorming, althans gedeeltelijk, haar nut te ontnemen¹³⁸. Binnen de grenzen van artikel 617 W.Venn. zijn immers ook andere geldstromen vanwege de doelvennootschap naar de derde-verkrijger van aandelen mogelijk, die finaal niet moeten worden terugbetaald (*cf. supra*). Waarom zou de derde-verkrijger genoeg nemen met een lening als dezelfde gelden evenzeer via andere technieken aan hem in definitieve eigendom kunnen toevloeien? Er zijn weliswaar andere argumenten die ter zake een rol kunnen spelen (bv. fiscale optimalisatie, belang van de doelvennootschap,...), maar in veel gevallen zullen beide mogelijkheden openstaan en dan lijkt de keuze – althans vanuit het standpunt van de derde-verkrijger van de aandelen – snel gemaakt. Het argument dat de financiële bijstand, voor zover die voldoet aan de thans geldende wettelijke voorschriften, het voordeel van meer rechtszekerheid zou bieden, gaat daarbij niet (steeds) op¹³⁹.

V.7. Financiële bijstand bij verkoop van eigen aandelen en kapitaalverhoging

62. De laatst gestelde voorwaarde in artikel 629, § 1, 5°, W.Venn. viseert ten slotte twee transacties waarbij de doelvennootschap zelf de directe tegenpartij is van de derde in het kader van de transactie waarvoor zij financiële bijstand verleent, m.n. (i) de wederverkoop door de doelvennootschap van eigen aandelen en (ii) de uitgifte van nieuwe aandelen door de vennootschap in het kader van een kapitaalverhoging. In deze beide gevallen verduidelijkt artikel 629, § 1, 5°, W.Venn. dat de transactie dient plaats te vinden tegen een billijke prijs.

De meeste auteurs beperken zich tot het citeren of parafrazeren van de wettelijke bepaling en voegen daar hoogstens aan toe dat deze voorwaarde slechts een bevestiging lijkt in te houden van het feit dat een vennootschap steeds in haar eigen belang moet handelen¹⁴⁰.

¹³³ L. DE BROE, *l.c.*, 158; K. GEENS, *l.c.*, nr. 22 *in fine* (die de betreffende zinsnede weliswaar aanvat met “*Wellicht...*”); F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, 20; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 28; M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 22 en K. TROCH, *o.c.*, p. 53, voetnoot 158.

¹³⁴ M. VERPLANCKE, *l.c.*, 13, voetnoot 2 en K. TROCH, *o.c.*, p. 53, voetnoot 158. De situatie is weliswaar onder de huidige regeling enigszins anders gelet op de verplichte onbeschikbare reserve die nu ook moet worden aangelegd.

¹³⁵ J. RICHELLE en E. JANSSENS, *l.c.*, 123; S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 273; Y. VERLEISDONCK en A. BLATON, *l.c.*, 245 en M. HEENE en F. LECOUTRE, *l.c.*, nr. 26.

¹³⁶ Zie R. TAS, *o.c.*, nr. 243.

¹³⁷ Zie tevens S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 273.

¹³⁸ *Cf.* H. CULOT en P.-Y. THOUMSIN, *l.c.*, nr. 34 en S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 272.

¹³⁹ Zie in dit verband, Y. VERLEISDONCK en A. BLATON, *l.c.*, 4. Waarom volgens deze auteurs overigens financiële bijstand conform de nieuwe voorschriften ‘waarschijnlijk’ niet aangetast zou kunnen worden in tegenstelling tot bv. dividenduitkeringen zoals deze auteurs doen uitschijnen, is ons niet duidelijk.

¹⁴⁰ Y. VERLEISDONCK en A. BLATON, *l.c.*, 245 en S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 266.

Dat in het kader van een transactie waarbij de doelvennootschap voorheen ingekochte eigen aandelen verkoopt aan de derde (begunstigde van de financiële bijstand), door deze laatste een ‘billijke’ prijs moet worden betaald, ligt voor de hand.

Hoe deze voorwaarde echter moet worden gelezen in het kader van een kapitaalverhoging is minder evident. De ‘billijke’ prijs lijkt daar immers in eerste instantie de belangen van de bestaande aandeelhouders te beschermen. Dat dit inderdaad de oorspronkelijke intentie is geweest, wordt bevestigd door de tekst van artikel 23, lid 1, zoals voorgesteld door de Commissie: “...moet die verkrijging plaatsvinden tegen een billijke prijs om de verwatering van bestaande deelnemingen te vermijden”¹⁴¹ en de toelichting vanwege de Commissie bij haar voorstel¹⁴². Daaruit blijkt dat niet enkel bij kapitaalverhoging, maar ook bij koop-verkoop de ver-

eiste van ‘billijke prijs’ is ingegeven vanuit de bekommernis van bescherming van de bestaande aandeelhouders tegen verwatering veeleer dan vanuit het belang van de vennootschap. Wellicht zal ook de bescherming van de schuldeisers die – althans bij een koop-verkoop van eigen aandelen – hun onderpand zien verminderen in geval van een te lage prijs hier hebben meegespeeld¹⁴³.

Of dit nu impliceert dat bij een kapitaalverhoging waarbij aan de inschrijver financiële bijstand wordt verleend steeds een uitgiftepremie verplicht zou worden wanneer de intrinsieke waarde van de aandelen hoger ligt dan de fractiewaarde, is maar de vraag. Bovendien kan men zich meer algemeen de vraag stellen of dergelijke bescherming van de aandeelhouders wel degelijk thuishoort in de specifieke context van financiële bijstand en niet veeleer een algemene draagwijdte heeft¹⁴⁴.

VI. BEPERKTE WIJZIGINGEN AAN DE BESTAANDE UITZONDERINGEN

63. De oorspronkelijke Tweede Vennootschapsrichtlijn voorziet in een aantal uitzonderingen op het verbod tot het verlenen van financiële bijstand. Door de Wijzigingsrichtlijn en het KB van 8 oktober 2008 in uitvoering daarvan, wordt daar één enkele bijkomende voorwaarde aan toegevoegd.

Voortaan moet de doelvennootschap ook in het kader van de uitzonderingsbepalingen – die dus aan de bijzondere voorwaarden van artikel 629, § 1, W.Venn. ontsnappen – een onbeschikbare reserve aanleggen ten belope van het bedrag van de financiële bijstand.

64. De Belgische wetgever heeft van de gelegenheid gebruik gemaakt om daarnaast nog een beperkt aantal andere correcties door te voeren. Op die manier wordt tegemoet gekomen aan de voorheen bestaande kritiek op de enigszins slordige omzetting destijds van de uitzonderingen uit de Tweede Vennootschapsrichtlijn.

Aldus werd de uitzondering die voorheen reeds in artikel 629, § 2, 2°, W.Venn. was opgenomen, uitgebreid tot verbonden vennootschappen. Voortaan kan derhalve niet enkel het personeel van de doelvennootschap zelf, maar ook het personeel van een met de doelvennootschap verbonden vennootschap genieten van financiële bijstand door de doelvennootschap bij de verwerving van haar aandelen. In deze bijkomende uitzondering t.b.v. het personeel van een met de doelvennootschap verbonden vennootschap was reeds voorzien in artikel 23, 3 van de Tweede Vennootschapsrichtlijn, maar zij was om onduidelijke reden aanvankelijk niet in de Belgische vennootschapswetgeving omgezet. De wetgever maakte van de gelegenheid gebruik om dit recht te zetten. Waarom een gelijkaardige uitbreiding ten behoeve van het personeel van met de doelvennootschap verbonden vennootschappen niet meteen ook in de tekst van het derde uitzonderingsgeval (art. 629, § 2, 3°, W.Venn. – zie *infra*) werd ingevoegd, is evenwel onduidelijk en valt te betrouwen¹⁴⁵.

¹⁴¹. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, Com (2004) 730 definitief.

¹⁴². “For the purpose of shareholder protection against dilution of existing holdings, it is of prior importance that Member States ensure that a fair price is set, where the third party, under financial assistance from the company, acquires shares in the company from the company itself (regardless of whether these shares are the company’s ‘own shares’ within the meaning of Paragraph 3 of the present proposal, as amending Article 19 of the Directive, or shares issued by the company in the context of a capital increase). Otherwise, undue dilution of ‘old’ shareholdings occurs where the third party obtains the shares at a discount to the fair price.”

¹⁴³. Cf. J. RICHELLE en E. JANSSENS, *l.c.*, 123, voetnoot 39.

¹⁴⁴. Cf. R. TAS, *l.c.*, 628 en J. RICHELLE en E. JANSSENS, *l.c.*, 123, voetnoot 39.

¹⁴⁵. Evenzeer te betrouwen is het feit dat de wetgever bij deze toevoeging nogal slordig is geweest wat het woordgebruik betreft: daar waar nu inderdaad financiële bijstand aan het personeel van meerdere vennootschappen mogelijk is (zijnde van de doelvennootschap zelf en van met haar verbonden vennootschappen), valt niet in te zien waarom vervolgens sprake is van de verkrijging van aandelen van deze vennootschappen of van de verkrijging van certificaten die betrekking hebben op aandelen van die vennootschappen. Wellicht betreft het hier een verschrijving van de wetgever n.a.v. het feit dat thans personeelsleden van meerdere vennootschappen worden beoogd. Men aanvaardt immers dat het verlenen van financiële bijstand door een vennootschap met het oog op de verwerving van niet haar eigen aandelen, maar van die van een met haar verbonden vennootschap (het weze dat deze bijstand wordt verleend aan het personeel van de kwetsieuzere doelvennootschap, van de steunverlenende vennootschap zelf of aan andere derden) niet onder het toepassingsgebied van art. 629 W.Venn. valt (*cf. supra*).

Ten slotte werd in artikel 629, § 2, 3°, W.Venn. de verwijzing naar ‘verbonden vennootschappen’ vervangen door ‘vennootschappen’. De aanvankelijk gehanteerde terminologie was inderdaad niet correct en had tot gevolg dat de bewuste uitzondering de facto dode letter bleef. De uitzonderingsbepaling viseert de transacties waarbij het personeel voor de verkrijging van de aandelen van de doelvennootschap beroep doet op een vennootschap (doorgaans een nieuwe en speciaal daartoe door het personeel opgerichte holding) (‘Newco’). Konden luidens het oorspronkelijke artikel 629, § 2, 3°, W.Venn. echter enkel beroep doen op de uitzonderingsbepaling: ‘verbonden vennootschappen’ waarvan ten minste 50% van de stemrechten in het bezit is van de leden van het personeel van de doelvennootschap en dit met het oog op het verwerven van aandelen van de doelvennootschap die ten minste 50% van de stemrechten vertegenwoordigen. Vooral de vereiste dat Newco een met de doelvennootschap ‘verbonden vennootschap’ diende te zijn, was problematisch¹⁴⁶. De verbondenheid zal immers precies het gevolg zijn van de transactie waarvoor men beroep wenst te doen op de financiële bijstand van de doelvennootschap. Het feit dat dit niettemin als een *ex ante* voorwaarde werd gesteld, betrof ongetwijfeld een vergissing van de wetgever, gebaseerd op een foutieve lezing van de uitzonderingsbepaling in de Tweede Vennootschapsrichtlijn¹⁴⁷. Dit werd overigens ook met zoveel woorden toegegeven in het verslag aan de Koning bij het KB van 8 oktober 2008¹⁴⁸.

65. Dat de wetgever de hoger vermelde onjuistheden thans heeft rechtgezet, is een goede zaak. Te betreuen valt evenwel dat niet meteen ook van de gelegenheid gebruik werd gemaakt om een andere controverse de wereld uit te helpen, m.n. omtrent de juiste invulling van het begrip ‘personeel’ in

de uitzonderingen van artikel 629, § 2, 2° en 3°, W.Venn.

Niet zelden immers zullen bij een zogenaamde *management buy-out* (‘MBO’) niet enkel (of zelfs geen) werknemers van de doelvennootschap betrokken zijn, maar ook zelfstandige managers of bestuurders. De vraag stelt zich dan ook of ook deze laatste beroep kunnen doen op de voormelde uitzonderingen, dan wel of deze voorbehouden zijn voor het personeel in strikte zin, m.a.w. voor de werknemers van de doelvennootschap (of met haar verbonden vennootschap).

Alhoewel er vanuit de *ratio legis* van de uitzondering iets te zeggen valt voor het pleidooi van een aantal auteurs om het begrip ‘personeel’ ruim te interpreteren¹⁴⁹, wordt door de meerderheid een dergelijke ruime interpretatie o.i. terecht afgewezen. De meerderheid van de rechtsleer lijkt het erover eens dat met ‘personeel’ enkel werknemers van de doelvennootschap (of sinds kort de daarmee verbonden vennootschap) worden bedoeld, zijnde personen die werken onder gezag, leiding en toezicht in de zin van de wet van 3 juli 1978 betreffende de arbeidsovereenkomsten¹⁵⁰. Daartoe wordt ook verwezen naar de memorie van toelichting bij de wet van 18 juli 1991 waardoor de MBO-uitzondering werd ingevoerd¹⁵¹. Dat bestuurders van de uitzonderingsbepaling zouden genieten is op zich weliswaar niet uitgesloten, doch enkel voor zover zij tegelijkertijd ook werknemer zijn¹⁵².

Een tweede punt van discussie, houdt verband met de vraag of onder ‘het personeel’ in artikel 629, § 2, 3°, W.Venn. één of meerdere of zelfs alle personeelsleden dan wel categorieën van personeelsleden dient te worden begrepen¹⁵³. Terecht wordt er van uitgegaan dat onder ‘het personeel’ niet noodzakelijk het gehele personeel, of een categorie van personeelsleden moet worden begrepen¹⁵⁴.

VII. DE SANCTIES BIJ SCHENDING VAN ARTIKEL 629 W.VENN.

VII.1. De civielrechtelijke sancties

VII.1.1. Nietigheid

66. Financiële bijstand die verleend wordt in strijd met de voorschriften van artikel 629 W.Venn. kan nietig verklaard

worden door de rechter. Deze nietigheid heeft uitwerking *ex tunc*.

De nietigheid treft in de eerste plaats de lening of de zekerheid die werd toegekend in strijd met artikel 629 W.Venn. De nietigheidssanctie kan zich ook uitstrekken tot de rechtshandelingen die zonder de inbreuk niet hadden kunnen tot stand

¹⁴⁶ Zie o.m. J. LIEVENS, *l.c.*, 16; K. BYTTEBIER, *l.c.*, 1554; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, 19 en K. GEENS, *l.c.*, nr. 25.

¹⁴⁷ Zie o.m. L. DE BROE, *l.c.*, 155-156; K. BYTTEBIER, *l.c.*, 1554; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, 19; M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 19 en K. GEENS, *l.c.*, nr. 25.

¹⁴⁸ Zie de toelichting bij art. 8, art. 12 en art. 19 in het verslag aan de Koning bij het KB van 8 oktober 2008: “Ten slotte werd de formulering van de uitzondering ten voordele van de LMBO (*Leveraged Management Buy-Out*) in § 2, 2°, gecorrigeerd. Het concept ‘verbonden vennootschap’ wordt immers verkeerdelijk gebruikt in de bestaande tekst: de vennootschappen zullen verbonden zijn na de verrichting, maar zijn dit niet *ex ante*.”

¹⁴⁹ K. GEENS, *l.c.*, p. 45 en nr. 26; S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 274.

¹⁵⁰ Zie o.m. L. DE BROE, *l.c.*, 154; J. LIEVENS, *l.c.*, 15; K. BYTTEBIER, *l.c.*, 1553, voetnoot 155; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, 15 (die zelf eerder, met verwijzing naar de *ratio legis*, voorstander lijken te zijn van de ruime interpretatie zonder zich evenwel uitdrukkelijk in die zin uit te spreken); F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 25 en Ch. MICHIELS, *l.c.*, 294-295.

¹⁵¹ *Gedr.St. Senaat 1990-91, 1107/1, 67*.

¹⁵² Zie voor de voorwaarden hiertoe o.m. K. TROCH, *o.c.*, p. 67-68.

¹⁵³ K. TROCH, *o.c.*, nr. 78.

¹⁵⁴ Zie o.m. J. LIEVENS, *l.c.*, 16; F. HELLEMANS en R. TAS, *l.c.*, 18; M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 18 en K. TROCH, *o.c.*, nr. 78.

komen¹⁵⁵. Hierbij wordt vooral aan de aandelenoverdracht zelf gedacht¹⁵⁶.

Sommigen aanvaarden bovendien dat de nietigverklaring ook zou kunnen worden uitgebreid tot de kredietverlening zelf die door de bank werd toegekend aan de steunverlenende vennootschap om haar in staat te stellen een financiële bijstand met miskenning van de voorschriften van artikel 629 W.Venn. aan de begunstigde toe te kennen¹⁵⁷. Een toepassing van deze stelling vinden we terug in een arrest van het hof van beroep van Luik d.d. 2 april 2009 waar een lening die door de bank werd toegekend om een (toen nog zonder meer) verboden financiële bijstand toe te staan, vernietigd werd: “(...) *la nullité touche l’acte de prêt mais également les actes qui y ont concouru: ‘en ce qui concerne l’octroi d’un crédit pour une opération contraire à l’article 629 (329), cela signifie soit que la garantie est perdue, soit que le crédit est annulé’* (M. VERPLANCKE, *o.c.*, III.A.)”¹⁵⁸. Gelet op de nietigverklaring van de bancaire lening dienden partijen in principe in hun oorspronkelijke toestand hersteld te worden¹⁵⁹. Dit zou betekenen dat de bank haar vordering tot teruggave van de oorspronkelijk ontleende gelden zou kunnen laten opnemen in het passief van de ondertussen failliete vennootschap. Het hof oordeelde echter dat het herstel in de oorspronkelijke toestand terzijde kan worden geschoven: “*L’ordre social impose de sanctionner le comportement de l’appelante qui, de manière détournée, a participé à la violation de cette disposition (...)*”¹⁶⁰. De opname van de schuldvordering in het passief van de gefailleerde werd in casu verworpen.

In de praktijk zal het vaak niet mogelijk zijn om alle handelingen die verband houden met een onrechtmatige financiële bijstand nietig te verklaren¹⁶¹. De klok volledig terugdraaien wordt in sommige gevallen onmogelijk. In voorkomend geval zal de nietigheid kunnen vervangen worden door een schadeloosstelling ten laste van de bestuurders of andere betrokken partijen. In de praktijk zal het vaak maatwerk zijn om na te gaan welke maatregelen het meest passend zijn¹⁶². Voormeld arrest is daar getuige van.

67. De nietigheid is een zeer verregaande maatregel en het is maar de vraag of deze eveneens zal toegepast worden wanneer de procedure van artikel 629 W.Venn. slechts

gedeeltelijk gevolgd werd. *Quid* wanneer het verslag van de raad van bestuur niet werd gepubliceerd, maar de procedure voor het overige volledig gerespecteerd werd? Het komt ons voor dat de rechter in die omstandigheden zal moeten uitmaken in welke mate het al dan niet respecteren van een specifieke voorwaarde het algemeen belang raakt en de nietigheid verantwoordt.

68. Ten slotte brengen wij in herinnering dat elke beslissing van de algemene vergadering – dus ook de beslissing van de algemene vergadering in uitvoering van artikel 629 W.Venn. – steeds vatbaar is voor nietigverklaring op grond van artikel 64 W.Venn. Ook de opschorting van de beslissing van de algemene vergadering in kort geding en dit in afwachting van een bodemprocedure, behoort tot de mogelijkheden.

VII.1.2. Bestuurdersaansprakelijkheid

69. Door te bepalen dat de verrichting gebeurt onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur worden de bestuurders gewezen op een bijzondere waakzaamheid bij het toekennen van financiële bijstand. Deze wettelijke precisering houdt echter geen verzwaring van de aansprakelijkheid in. De algemene regels inzake bestuurdersaansprakelijkheid zullen van toepassing blijven.

Indien de wettelijke voorwaarden niet (volledig) worden nageleefd, kunnen de bestuurders aansprakelijk gesteld worden op grond van artikel 528, 1, W.Venn.¹⁶³. Er is in dat geval sprake van een inbreuk op een wettelijke bepaling zodat de bestuurders hoofdelijk gehouden zijn tot vergoeding van de schade die uit die overtreding voortvloeit. Bestuurders die aan de overtreding geen deel hebben gehad zullen, om aan de hoofdelijke aansprakelijkheid te ontsnappen, moeten aantonen dat hen geen schuld kan worden verweten en dat zij de bewuste overtreding hebben aangeklaagd op de eerste algemene vergadering nadat zij er kennis van hebben gekregen (art. 528, 3, W.Venn.).

De hoofdelijke aansprakelijkheid kan worden ingeroepen door de steunverlenende vennootschap zelf, maar ook door elke benadeelde derde (o.m. aandeelhouders, schuldeisers en, bij faillissement, de curator).

¹⁵⁵. K. TROCH, *o.c.*, nr. 40.

¹⁵⁶. Brussel 4 september 2007, *TRV* 2008, 304 en Kh. Brussel 25 oktober 2007, *TRV* 2008, 315.

¹⁵⁷. M. VERPLANCKE, *l.c.*, 160.

¹⁵⁸. Luik 2 april 2009, *TBH* 2009, 965.

¹⁵⁹. Indien een herstel in de oorspronkelijke toestand niet mogelijk is bv. omdat de aandelen reeds doorverkocht zijn, kan een herstel bij equivalent zich opdringen (zie in die zin: Brussel 5 februari 2008, *TRV* 2008, 302).

¹⁶⁰. Verwezen wordt naar het arrest van het Hof van Cassatie d.d. 24 september 1976 (Cass. 24 september 1976, *Pas.* 1977, I, p. 101). Bij de teruggaveplicht stelt zich de vraag of deze moet gematigd worden op basis van het adagium ‘*in pari causa*’. Het Hof van Cassatie stelt dat de toepassing ervan facultatief is en de rechter de terugvordering kan weigeren hetzij omdat hij oordeelt dat anders de preventieve rol van de voorziene sanctie van absolute nietigheid in het gedrang zou komen, hetzij omdat hij meent dat de sociale orde vereist dat één van de contractanten zwaarder moet getroffen worden (zie in dezelfde zin: Brussel 5 februari 2008, *TRV* 2008, 302).

¹⁶¹. K. TROCH, *o.c.*, nr. 40.

¹⁶². Het lijkt nuttig om na de uitspraak omtrent de nietigheid te debatten te heropenen zodat partijen zich kunnen uitspreken over de gevolgen van deze sanctie op de onderlinge rechtsverhoudingen (zie in die zin: Brussel 4 september 2007, *TRV* 2008, 304).

¹⁶³. Art. 263 W.Venn. voor de BVBA en art. 408 W.Venn. voor de CVBA.

Daarnaast zijn de bestuurders ook op grond van artikel 527 W.Venn. ten overstaan van de vennootschap aansprakelijk voor de goede uitoefening van hun mandaat¹⁶⁴. In bepaalde gevallen kunnen derden ten slotte ook op grond van artikel 1382 BW de bestuurdersaansprakelijkheid inroepen.

70. Dat er sprake is van een fout is duidelijk wanneer de bestuurders de voorgeschreven procedure niet hebben gevolgd of bepaalde voorwaarden eenvoudigweg niet gerespecteerd hebben. Te denken valt aan het ontbreken van de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering of van het bijzonder verslag of aan het verzuim om het verslag van de raad van bestuur te publiceren. Ook indien bijvoorbeeld vastgesteld wordt dat de raad van bestuur geen enkel onderzoek heeft uitgevoerd naar de kredietwaardigheid van de begunstigde van de financiële bijstand, ligt de fout voor de hand.

Moeilijker wordt het echter voor wat de inhoudelijke toetsing betreft. De vraag bijvoorbeeld of de rente al dan niet ‘marktconform’¹⁶⁵ is, komt in eerste instantie toe aan de appreciatie van de raad van bestuur. Om na te gaan of de bestuurders bij de uitoefening van deze appreciatiebevoegdheid in de fout zijn gegaan, zal rekening moeten worden gehouden met de principes van de marginale toetsing. Slechts wanneer de handeling buiten de marge valt waarbinnen bestuurders redelijkerwijze van mening kunnen verschillen, zal er aanleiding kunnen zijn tot aansprakelijkheid. De rechter zal zich eveneens hoeden voor een a posteriori beoordeling.

71. De aansprakelijkheid is beperkt tot de schade die het gevolg is van de overtreding. Ook de hoofdelijke aansprakelijkheid op grond van artikel 528 W.Venn. doet geen afbreuk aan de verplichting om het causaal verband aan te tonen tussen de vermeende tekortkoming en de beweerde schade.

Indien bijgevolg één van de voorwaarden voorgeschreven door artikel 629 W.Venn. niet werd nageleefd, zal men steeds moeten nagaan in welke mate de schending van deze voorwaarde de bewuste schade heeft veroorzaakt. Zo zal o.i. geen schade kunnen worden geclaimd door een aandeelhouder wegens het niet publiceren van het verslag van de raad van bestuur wanneer de aandeelhouder van het verslag kennis had n.a.v. de algemene vergadering.

72. Indien zich een belangenconflict voordoet en de belangenconflictenregeling niet werd gerespecteerd, is evenzeer vanuit deze invalshoek een aansprakelijkheidsvordering tegenover de bestuurders mogelijk.

73. Daarnaast zou de beslissing tot het verlenen van financiële bijstand zonder naleving van de wettelijke voorwaarden naar omstandigheden ook als een kennelijke grove fout kunnen worden gekwalificeerd. Indien bij een faillissement kan worden aangetoond dat deze kennelijke grove fout heeft bijgedragen tot het faillissement kan niet alleen de curator maar ook elke benadeelde schuldeiser een aansprakelijkheidsvordering inleiden tegenover de bestuurders.

VII.2. De strafrechtelijke sanctie

74. De strafrechtelijke sanctionering van het voorheen bestaande verbod op financiële bijstand werd voor de NV ingevoerd bij wet van 18 juli 1991¹⁶⁶ (huidig art. 648, 7°, W.Venn.). De reparatiewet van 1995¹⁶⁷ breidde de strafsancie ook uit tot de BVBA (huidig art. 347, 4°, W.Venn.). Om onduidelijke redenen ontbreekt tot op heden een strafsancie voor het miskennen van de voorschriften inzake financiële bijstand binnen de CVBA.

Daar waar de voorschriften inzake financiële bijstand in uitvoering van de oorspronkelijke Tweede Vennootschapsrichtlijn reeds teruggaan tot 1984, werd de strafrechtelijke sanctionering daarvan pas in 1991 ingevoerd, zonder enige verdere motivering door de wetgever.

Strafbaar zijn “*zij die de voorschriften van artikel 629 hebben overtreden*” (art. 648, 7°, W.Venn. – cf. art. 347, 4°, W.Venn. voor de BVBA).

Eerder werd in de rechtsleer reeds terecht kritiek geuit op de strafbaarstelling van het verbod op financiële bijstand¹⁶⁸. De recente wijziging van de betreffende voorschriften ware dan ook een ideale gelegenheid geweest om het debat over de afschaffing van de strafbaarstelling te voeren. Dit debat is er niet gekomen. Alhoewel het voorheen bestaande uitgangspunt van een absoluut verbod op financiële bijstand werd verlaten en vervangen werd door een toelating onder – weliswaar strikte – voorwaarden, bleef de tekst van de strafbaarstelling ongewijzigd.

75. Traditioneel wordt aangenomen dat de strafrechtelijke aansprakelijkheid zowel een materieel als een moreel element vereist.

Het materieel bestanddeel bestaat in de overtreding van de (materiële) voorschriften van artikel 629 W.Venn.

Omtrent het moreel bestanddeel van het misdrijf geeft de strafbepaling zelf geen duidelijke aanwijzing. Vertrekkend van het uitgangspunt dat ons strafrecht een ‘schuldstraf-

¹⁶⁴ Art. 262 W.Venn. voor de BVBA en art. 408 W.Venn. voor de CVBA.

¹⁶⁵ Zie evenwel *supra* omtrent de invulling van dit begrip.

¹⁶⁶ Wet van 18 juli 1991 tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van een doorzichtige organisatie van de markt van de ondernemingen en van de openbare overnameaanbiedingen, *BS* 26 juli 1991.

¹⁶⁷ Wet van 13 april 1995 tot wijziging van de wetten op de handelsvennootschappen, gecoördineerd op 30 november 1935, *BS* 17 juni 1995.

¹⁶⁸ S. BOGAERTS, “Het verbod op financiële steunverlening en het vennootschapsbelang: schapen in wolvenvacht?”, *l.c.*, p. 256.

recht' is¹⁶⁹, impliceert dit geenszins dat er geen schuldvorm of moreel bestanddeel zou zijn vereist. Omtrent de vraag welke precieze schuldvorm dan wel moet aanwezig zijn, bestaat evenwel geen eensgezindheid.

Volgens sommigen zou onachtzaamheid volstaan¹⁷⁰.

Anderen zijn het hiermee niet eens en menen dat uit de tekst van artikel 629 W.Venn. minstens impliciet de vereiste van een algemeen opzet ('wetens en willens' handelen) kan worden afgeleid¹⁷¹. Zo zou uit de libellering 'met het oog op' de verkrijging van de aandelen van de betrokken vennootschap voortvloeien dat er wel degelijk een zekere intentie (een 'oogmerk') moet hebben bestaan om derden in de mogelijkheid te stellen om aandelen te verkrijgen. De huidige wijziging van de voorschriften inzake financiële bijstand zou bovendien aanleiding geven tot een gemengde schuldvorm: enerzijds zou een algemeen opzet vereist zijn met betrekking tot het eerste deel van de voorschriften inzake financiële bijstand (de omschrijving van de feitelijke handeling van de bedoelde financiële bijstand, m.n. financiële bijstand 'met het oog op' de aandelenverwerving), maar anderzijds zou met betrekking tot het tweede deel daarvan (de (formele en inhoudelijke) voorwaarden van dergelijke financiële bijstand) onachtzaamheid volstaan¹⁷².

Of de strafrechter daarbij ook inhoudelijk de gestelde voorwaarden mag aftoetsen en hoe ver zijn controle op de inhoudelijke naleving van de voorwaarden in voorkomend geval mag gaan, is niet duidelijk. Zo is het bijvoorbeeld mogelijk dat het bijzonder verslag van de raad van bestuur formeel wel voorligt, maar de inhoud daarvan niet overeenstemt met wat men van een normaal en zorgvuldig handelend bestuurs-

orgaan mag verwachten. Wij zijn van mening dat in dergelijke gevallen een strafrechtelijke veroordeling niet kan worden uitgesloten rekening houdend met de huidige strafbaarstelling van artikel 648, 7°, W.Venn.¹⁷³. Derhalve is het niet alleen vanuit civielrechtelijk oogpunt, maar ook in het licht van de strafrechtelijke sanctionering van de voorschriften inzake financiële bijstand van belang dat het bestuursorgaan de gestelde voorwaarden met de nodige omzichtigheid naleeft.

76. Het past ten slotte om ook nog even stil te staan bij het toepassingsgebied *ratione personae* van de hier besproken strafbaarstelling. Eenieder die de voorschriften inzake financiële bijstand overtreedt, stelt zich bloot aan strafrechtelijke vervolging. In de eerste plaats zal het de vennootschap zelf zijn die zich hieraan schuldig maakt, alsook haar (feitelijke) bestuurders of zaakvoerders¹⁷⁴.

Daarnaast kunnen ook personen die bij de transactie betrokken zijn, maar het misdrijf van artikel 648, 7°, W.Venn. niet feitelijk zelf hebben gepleegd, niettemin strafrechtelijk aansprakelijk zijn als mededader of medeplichtige (art. 66-69 Sw.). Te denken valt bijvoorbeeld aan adviseurs, banken, boekhouders, enz.¹⁷⁵. Uiteraard dienen hiertoe zowel het materieel element (het 'deelnemen' aan het geïndiceerde misdrijf op één van de wijzen zoals in de art. 66-67 Sw. omschreven) als het moreel element (de deelnemer heeft kennis van het feit dat hij, door de daden die hij verricht, deelneemt aan het misdrijf en heeft het opzet om door die daden tot de verwezenlijking van dat misdrijf bij te dragen, m.a.w. de deelnemer werkt wetens en willens mee aan het hoofdmisdrijf) aanwezig te zijn.

VIII. BESLUIT

77. De overnamepraktijk was al lang vragende partij voor een versoepeling of zelfs volledige afschaffing van het verbod op financiële bijstand.

Vanuit economisch oogpunt betekende het verbod een belangrijke rem voor de financiering van diverse overnames waarbij de tussenkomst van de doelvennootschap nochtans volkomen verantwoord zou kunnen geweest zijn. Ook vanuit juridisch oogpunt kon het absolute verbod niet langer gehandhaafd worden. Er valt niet in te zien waarom financiële bijstand absoluut verboden zou moeten zijn terwijl

inkoop van eigen aandelen principieel wel mogelijk is. De directe impact op het kapitaal is bij inkoop van eigen aandelen bovendien veel groter dan bij het verlenen van financiële bijstand.

De versoepeling van het verbod is dan ook een goede zaak.

78. Of deze nieuwe wending zo radicaal is als op het eerste gezicht lijkt, valt evenwel te betwijfelen.

De gewijzigde regeling inzake financiële bijstand is veeleer een inhaalbeweging dan een echte vernieuwing. Belangrijke

¹⁶⁹. Cass. 12 mei 1987, *RW* 1987-88, 539; Cass. 13 december 1994, *RW* 1995-96, 533; Cass. 19 november 1997, *Pas.* 1997, I, p. 1232; L. DUPONT, *Begin-selen van strafrecht*, Leuven, Acco, 2002, 117-118 en Ch. VAN DEN WYNGAERT, *Strafrecht, strafprocesrecht & internationaal strafrecht*, Antwerpen, Maklu, 2006, 254.

¹⁷⁰. Zie bv. J.-F. GOFFIN, *Responsabilités des dirigeants de sociétés*, Brussel, Larcier, 2004, 407.

¹⁷¹. S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 275 e.v. Zie tevens in de zin van een algemeen opzet: J. ROZIE, "Commentaar bij art. 648 W.Venn." in X (ed.), *Vennootschappen en Verenigingen. Commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Antwerpen, Kluwer, losbl., 2004, 7.

¹⁷². S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 275 e.v.

¹⁷³. S. BOGAERTS en R. VANDER EECKT, *l.c.*, 278.

¹⁷⁴. M. VERPLANCKE, *l.c.*, p. 15, nr. 27; F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 30; R. TAS, *o.c.*, nr. 468 en K. TROCH, *o.c.*, nr. 47.

¹⁷⁵. F. TANGHE en Y. VAN PUL, *l.c.*, nr. 30; M. VERPLANCKE, *l.c.*, nr. 28; R. TAS, *o.c.*, nr. 468 en K. TROCH, *o.c.*, nr. 48.

inspiratiebron daarbij was de regeling inzake inkoop van eigen aandelen.

Daarnaast kan men zich de vraag stellen of men wel kan spreken van een daadwerkelijke versoepeling wanneer wordt vastgesteld dat de principiële toelating aan een reeks specifieke en relatief strenge voorwaarden wordt gekoppeld. Het lijkt erop alsof de wetgever gevangen zat tussen enerzijds de wens om financiële bijstand principieel mogelijk te maken en anderzijds de bezorgdheid om de belangen van de aandeelhouders en schuldeisers zoveel als mogelijk te beschermen.

De aanvankelijke euforie heeft dan ook plaatsgemaakt voor de nodige realiteitszin en kritische bedenkingen. Is er wel

echt sprake van een versoepeling? Zijn de opgelegde voorwaarden wel te verzoenen met de noden van de overnamepraktijk? Zijn de sancties wel op maat?

79. Met de versoepeling van het verbod op financiële bijstand lijkt de Europese wetgever alvast een stap in de goede richting te hebben gezet.

Een echte Copernicaanse omwenteling zou de volledige afschaffing van het verbod op financiële bijstand geweest zijn. Minstens zouden de voorwaarden waaronder de financiële bijstand kan plaatsvinden voldoende ruimte moeten laten aan de raad van bestuur om zelf geval per geval te oordelen, met respect voor het vennootschapsbelang, of financiële bijstand verantwoord is.