

## Noot

***Enkele bedenkingen rond een nuttige rol voor het versleten verbod van leeuwenbeding: bescherming van de vennootschap en haar schuldeisers, niet alleen van de medevennoten****Hans De Wulf<sup>1</sup>***1. BASISGEGEVENS OVER ARTIKEL 32 W.VENN.<sup>2</sup>**

1. Artikel 32 W.Venn. luidt: “*De overeenkomst die aan een van de vennoten de gehele winst toekent, is nietig. Hetzelfde geldt voor het beding waarbij de gelden of goederen, door een of meer van de vennoten in de vennootschap ingebracht, worden vrijgesteld van elke bijdrage in het verlies.*”

Het 1<sup>ste</sup> lid is oncontroversieel. Iedereen is het er over eens dat het zou ingaan tegen de essentie van vennoot-zijn en van de vennootschap als organisatie wanneer een zogezegde vennoot volledig van winstdeelname zou worden uitgesloten<sup>3</sup>. Het winstverdelingsoogmerk is een essentieel bestanddeel van het vennootschapscontract (art. 1 W.Venn.). De letterlijke tekst heeft het alleen over het toekennen van de winst aan één van de vennoten – wat uitsluiting van alle andere vennoten impliceert – maar niemand twijfelt eraan dat men ook niet slechts één vennoot van de winst mag uitsluiten. De betekenis en het nut van het 2<sup>de</sup> lid zijn daarentegen steeds meer omstreden geweest. Alvorens op deze controverse, die naar het hart van het verbod van leeuwenbeding gaat, in te gaan, willen we eerst enkele regels schetsen die vandaag niet redelijkerwijze meer betwist kunnen worden<sup>4</sup> en belang hebben voor het vervolg van deze noot.

2. Vooreerst is de plaats van het beding dat aan artikel 32 W.Venn. moet getoetst worden irrelevant: of de potentieel strijdige regeling in de statuten dan wel in een extra-statutaire overeenkomst voorkomt, speelt geen rol<sup>5</sup>. Wat telt is immers het effect van de regeling, niet hoe zij vorm is gege-

ven. Evenmin relevant is of de overeenkomst is gesloten bij de oprichting van de vennootschap, naar aanleiding van een kapitaalverhoging dan wel op een ander moment<sup>6</sup>. Opnieuw: het effect op de vennootschapsovereenkomst en op de relaties tussen vennoten is immers hetzelfde. Het is onovertuigend om, zoals in het verleden wel eens gebeurd is, te argumenteren dat overeenkomsten buiten de statuten of daterend van na de oprichting of die niet gesloten zijn bij het doen van een inbreng (oprichting of kapitaalverhoging), de vennootschapsovereenkomst niet (kunnen) raken<sup>7</sup>. Wanneer een overeenkomst een impact heeft op de relatie tussen vennoten, in het bijzonder op de winstverdeling en bijdrage van de inbreng aan de verliezen, wordt er evident wél aan de vennootschapsovereenkomst geraakt.

Dat neemt niet weg – en staat in wezen volledig los van het voorgaande – dat de gedachte dat artikel 32 W.Venn. erop gericht is een essentieel element van de vennootschapsovereenkomst te vrijwaren en geen rol heeft te spelen als er niet aan de vennootschapsovereenkomst geraakt wordt, wel een factor was bij de totstandkoming van de vandaag unaniem aanvaarde en correcte opvatting dat het 2<sup>de</sup> lid, betreffende de verliesuitsluiting, enkel van toepassing is op overeenkomsten tussen aandeelhouders, niet op overeenkomsten tussen een aandeelhouder en een derde<sup>8</sup>. Er is niets op tegen zich door een derde tegen verliezen te laten indekken. Dit mag daarentegen in beginsel niet gebeuren door medevennoten (ongeacht of die dat doen omdat ze zich daartoe verbon-

<sup>1</sup> Financial Law Institute, UGent.

<sup>2</sup> Het is niet de bedoeling van deze noot de ganse literatuur en rechtspraak inclusief alle controverses rond het leeuwenbeding van de laatste dertig jaar nog eens samen te vatten vooraleer zelf standpunt in te nemen. Voor algemene overzichtsbesprekingen van art. 32 W.Venn., zie N. GOOSSENS, “Artikel 32 W.Venn.” in H. BRAECKMANS, K. GEENS en E. WYMEERSCH (eds.), *Commentaar vennootschappen en verenigingen*, Antwerpen, Kluwer, losbl.; S. GNEDASI, *Het verbod van leeuwenbeding en zijn invloed op de geldigheid van ‘puts’, ‘calls’ en portage-overeenkomsten*, Antwerpen, Maklu, 2008; evenals de recente handboeken H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 183 e.v.; K. GEENS en M. WYCKAERT, “De vennootschap. Algemeen deel” in *Beginselen van Belgisch privaatrecht*, IV, Mechelen, Kluwer, 2011, 134 e.v.; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT en P. MALHERBE, *Droit des sociétés*, Brussel, Bruylant, 2011, 237; T. TILQUIN en V. SIMONART, *Traité des sociétés*, T. 1, Diegem, Kluwer, 1996, 419 e.v.

<sup>3</sup> Vgl. bv. K. GEENS en M. WYCKAERT, “De vennootschap. Algemeen deel” in *Beginselen van Belgisch privaatrecht*, IV, Mechelen, Kluwer, 2011, 134-35, nr. 73, die op de intieme band tussen art. 1 W.Venn. (winstoogmerk) en art. 32, 1<sup>ste</sup> lid wijzen.

<sup>4</sup> Waarmee we niet willen verhullen dat er de voorbije dertig jaar wel dissidente standpunten over de navolgende kwesties zijn ingenomen. Maar die dissidente standpunten zijn, zo al niet een minderheidsvisie, dan in elk geval niet langer rationeel verdedigbaar.

<sup>5</sup> Bv. scheidsrechterlijke uitspraak 24 februari 1992, *TRV* 1993, 259.

<sup>6</sup> H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 185, nr. 335; K. GEENS en M. WYCKAERT, “De vennootschap. Algemeen deel” in *Beginselen van Belgisch privaatrecht*, IV, Mechelen, Kluwer, 2011, 144. Zie verder het literatuuroverzicht bij M. WYCKAERT, noot onder Kh. Hasselt 17 januari 2005, *TRV* 2006, 64.

<sup>7</sup> Vgl. nochtans in die zin, onder anderen, M. FAJTMANN, “La promesse unilatérale d’achat d’actions d’une société belge”, *Rev.prat.soc.* 1993, 69. Ook in die richting P. VAN OMMESLAGHE en X. DIEUX, “Examen de jurisprudence. Les sociétés commerciales (1979-1990)”, *RCJB* 1992, 609, nr. 14.

<sup>8</sup> M. COIPEL, “Réflexions sur le ‘portage’ d’actions au regard de l’article 1855 du Code civil. Le porteur et le lion”, *RCJB* 1989, 577 nr. 29; M. WYCKAERT, *Kapitaal in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblio, 1995, 74, nr. 73; H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 186, nr. 336, alle drie met talrijke verdere verwijzingen.

den hebben in een traditionele overeenkomst dan wel dat dit volgt uit een statutair beding – waardoor de vennoten uiteraard gebonden zijn).

3. Vroeger werd doorgaans verdedigd dat artikel 32 W.Venn. de openbare orde raakt<sup>9</sup>, maar vandaag de dag overweegt sterk de opvatting dat het artikel slechts van dwingend recht is<sup>10</sup>. Immers, men neemt vandaag doorgaans aan dat artikel 32 W.Venn. alleen maar de positie van een vennoot als vennoot beschermt. Daarmee wordt dus geen fundamenteel maatschappelijk belang beschermd<sup>11</sup>, maar alleen maar de privébelangen van de aandeelhouders. Nu zijn er gewis maatregelen ter bescherming van investeerders die ook een systeemfunctie hebben<sup>12</sup> en waarvan men daarom kan argumenteren dat zij van openbare orde zijn. De bescherming van de ene aandeelhouder tegen de ‘truuks’ van een andere en de bescherming van de zwakkere partij die daarmee gepaard

gaan, heeft evenwel geen bijkomende systeemfunctie.

Bedingen in strijd met artikel 32 W.Venn. zijn bijgevolg relatief nietig. Dit betekent dat niet iedereen, maar alleen diegenen die beschermd worden door de regel, de nietigheid kunnen vorderen en omgekeerd, dat de beschermde personen de overeenkomst kunnen bevestigen nadat de nietigheidsgrond is ontstaan. Zoals verder uit te leggen, zijn wij het niet eens met de stelling dat artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. alleen aandeelhouders beschermt. Het beschermt ook de vennootschap en potentieel ook haar schuldeisers. Vandaar dat in onze opvatting een overeenkomst in strijd met artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. ook al heeft dat artikel misschien geen systeemfunctie, toch niet kan worden gered doordat alleen de partijen van die overeenkomst, de erbij betrokken aandeelhouders, haar bevestigen: de overeenkomst kan nog nietig worden verklaard op vraag van andere personen die tot de beschermde doelgroep behoren.

## 2. DE RATIO VAN ARTIKEL 32 W.VENN.<sup>13</sup>: EEN EERSTE BENADERING

### a. Vennoten moeten vennoten zijn

4. Tenzij men blijft vasthouden aan letterlijke tekstinterpretaties – een interpretatiemethode die volledig ‘gediscrediteerd’ is, minstens voor niet-procedurele normen, en in ons huidig recht uiterst selectief wordt toegepast – is het cruciaal de ratio van artikel 32 W.Venn. te bepalen. Indien men daarmee zou bedoelen dat de bedoeling van de wetgever die artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. heeft ingevoerd moet achterhaald worden, dan is dat een hopeloze onderneming. Niemand kan beweren te weten waarom dit lid is ingevoerd. Vast staat wel dat het bij de totstandkoming van het BW pas te elfder ure werd ingevoerd. In het Romeins recht en onder het Franse ancien régime leek men geen equivalent te kennen van de regel uit artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn.<sup>14</sup>. Vandaag de dag is de regel onbekend in Nederland en Duitsland en volgens sommigen zijn België en Frankrijk de enige landen in Europa (en wellicht de wereld) waar de regel geldt.

Rechtshistorisch bekeken is de interessantste stelling die men in de Belgische vennootschapsrechtliteratuur tegenkomt die van Foriers (die voortbouwt op Laurent)<sup>15</sup>, nl. dat artikel 32, 2<sup>de</sup> lid in het W.Venn. is ingevoerd omdat enkelen die invloed hadden op het originele BW de bepaling nodig vonden als onderdeel van hun strijd tegen de lening tegen een woekerintrest. Pothier, zoals men weet iemand die zeer veel invloed had op de ontwerpers van het BW, schreef inderdaad passages waarin hij uitlegde hoe vennootschaps-overeenkomsten konden gebruikt worden als middel om mits veinzing te ontsnappen aan de regels over lening op interest en het verbod van woekerinteressen<sup>16</sup>.

5. Ik zie evenwel geen reden om aan deze mogelijke oorspronkelijke bedoeling van één of meerdere auteurs van het BW vandaag nog enig belang te hechten<sup>17</sup>. Men moet daarentegen onderzoeken welke functie artikel 32 W.Venn. in ons rechtssysteem vervult, met andere woorden nagaan

<sup>9</sup> Bv. nog in het *Carlam*-arrest, Brussel 3 december 1986, *TBH* 1988, 25 en scheidsrechterlijke uitspraak 24 februari 1992, *TRV* 1993, 259.

<sup>10</sup> Zie de verwijzingen bij H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 187, noot 751 en K. GEENS en M. WYCKAERT, “De vennootschap. Algemeen deel” in *Beginselen van Belgisch privaatrecht*, IV, Mechelen, Kluwer, 2011, 145, noten 365 en 366, die zich beiden aansluiten bij de visie dat de regel slechts van dwingend recht is.

<sup>11</sup> Voor de klassieke definitie van openbare orde in de Belgische rechtsorde, definitie die tot een weinig verfijnde aanpak dreigt te leiden, zie Cass. 9 december 1948, *RCJB* 1954, noot P. DE HARVEN.

<sup>12</sup> Bv. de goede werking en aantrekkelijkheid van de kapitaalmarkten beschermen in het geval van de regels over handel met voorkennis.

<sup>13</sup> Vanaf hier zal regelmatig over ‘art. 32’ worden gesproken, zonder er steeds bij te vermelden dat het het artikel uit het W.Venn. betreft.

<sup>14</sup> Voor een overzicht, zie M. COIPEL, “Réflexions sur le ‘portage’ d’actions au regard de l’article 1855 du Code civil. Le porteur et le lion”, *RCJB* 1989, (553), 556-559.

<sup>15</sup> Zie P.A. FORIERS, “Portage et clause léonine (observations sur le champ d’application de l’article 1855 du Code civil)” in *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994, 150-54, vooral 152.

<sup>16</sup> Zie de verwijzingen bij P.A. FORIERS, “Portage et clause léonine (observations sur le champ d’application de l’article 1855 du Code civil)” in *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994, 152, noten 19 en 20.

<sup>17</sup> Voor bedenkingen over functionele interpretatie en de geringe overtuigingskracht van vasthouden aan een beweerde historische betekenis of bedoeling, zie R. DWORKIN, *Law’s Empire*, Harvard University Press, 1986 en C. SUNSTEIN, *The Partial Constitution*, Harvard University Press, 1994, in het bijzonder 96-98 over de superioriteit van functionele interpretaties; specifiek over waarom in de grondwettelijke context het geen goed idee is vast te houden aan ‘original intent’ maar inspirerend voor andere contexten, zie C. SUNSTEIN, *A Constitution of Many Minds: Why the Founding Document Doesn’t Mean What It Meant Before*, Princeton University Press, 2009.

welke belangen of waarden het artikel wil beschermen en hoe het consistent kan ingepast worden in de rest van ons rechtssysteem.

Het artikel lijkt mij als functie te hebben te verhinderen dat door overeenkomsten die een effect hebben op de vennootschap of haar vennoten, afbreuk wordt gedaan aan de positie van vennoot die iemand aanvaard heeft. Enerzijds door de ‘zwakke’ vennoot te beschermen tegen constructies die hem de facto van elke kans om in de winst te delen beroven, hoewel hij een inbreng heeft gedaan; anderzijds door te verhinderen dat een vennoot constructies opzet die hem wel de voordelen van het vennoot-zijn bieden, maar tegelijk toelaten de risico’s van die positie af te wentelen op anderen die bij de vennootschap betrokken zijn (de vennootschap zelf, andere aandeelhouders, schuldeisers). In dat opzicht probeert artikel 32 W.Venn. m.i. de essentie van de vennootschap als kanscontract (een inbreng doen in ruil voor de kans op winst, maar met de kans op verlies) te vrijwaren. Het 1<sup>ste</sup> lid van artikel 32 W.Venn. kan daarbij, maar alleen in overdrachtelijke zin, gezien worden als een vorm van consumentenbescherming in de zin van bescherming van de zwakkere; sommigen hebben geprobeerd dit als een toepassing van de leer van de gekwalificeerde benadeling te zien<sup>18</sup>, maar dergelijke reductie tot een andere, civielrechtelijke figuur levert in de praktijk niet veel op. Het lijkt ons juister te zeggen dat artikel 32, 1<sup>ste</sup> lid W.Venn. en de regels over gekwalificeerde benadeling beide geïnspireerd zijn door de gedachte dat zwakkere contracterende tegen hun eigen contractsvrijheid beschermd moeten worden. Het 2<sup>de</sup> lid van artikel 32 is het spiegelbeeld van het 1<sup>ste</sup> lid: het wil niet de zwakke contractant beschermen, maar de slimmerik die het vennootschapscontract wil uithollen door zichzelf te bevoordelen door met name zijn positie als aandeelhouder in die van een schuldeiser te veranderen en de kosten van die operatie op anderen af te wentelen. Artikel 32, 2<sup>de</sup> lid wil, modern gezegd, het verschil tussen *debt* en *equity* gerespecteerd zien. We zullen deze gedachte vanaf randnummer 12 verder uitwerken.

## b. De cassatierechtspraak: veranderende criteria en soepelheid maar ook rechtsonzekerheid

6. In elk geval, het Hof van Cassatie houdt in zijn interpretatie van artikel 32 W.Venn. evenmin rekening met de letterlijke tekst of de mogelijks oorspronkelijke betekenis van het artikel. Nadat in 1986 de discussie over de betekenis van

artikel 32, 2<sup>de</sup> lid opnieuw was losgebarsten met het *Carlam*-arrest van het hof van beroep te Brussel<sup>19</sup> – meer bepaald kwam vanaf die tijd in de praktijk de vraag centraal te staan hoe artikel 32, 2<sup>de</sup> lid moest worden toegepast op portageconstructies en op gekruiste optieovereenkomsten – kreeg het Hof twee maal de kans standpunt in te nemen. In beide gevallen is duidelijk dat het Hof welwillend stond tegenover de financiële technieken die door de feitenrechter aan hun verenigbaarheid met artikel 32 W.Venn. moesten getoetst worden en dat het daarom een restrictieve interpretatie van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid voorstond, volledig los van de tekst van die wetsbepaling. De twee arresten zijn bekend.

7. In het *Torraspapel*-arrest<sup>20</sup> huldigt het Hof wat de rechtsleer onnodig onelegant de leer van de causale onafhankelijkheid is gaan noemen. Het Hof overwoog “*dat alleen het beding verboden is dat ertoe strekt het evenwicht in de vennootschapsovereenkomst te verstoren in de zin van artikel 1855, 2<sup>de</sup> lid van het Burgerlijk Wetboek*<sup>21</sup> of dat, wanneer het schijnbaar een ander voorwerp heeft, in werkelijkheid hetzelfde doel beoogt”.

Het arrest stootte initieel op tevredenheid van de praktijk, omdat het niet streng was voor de portage- en optiepraktijk. Dat neemt niet weg dat het arrest van in het begin enigszins uiteenlopend geïnterpreteerd werd. Sommigen legden eerder abstract de nadruk op het feit dat voortaan duidelijk zou zijn dat alleen overeenkomsten die aan de evenwichten in de vennootschapsovereenkomst raakten, door artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. gevat konden worden, anderen benadrukten dat naar de werkelijke bedoelingen van de partijen moest worden gekeken: was het de bedoeling van een overeenkomst een ordentelijke uittrede uit het aandeelhouderschap van een vennootschap te organiseren, dan was er geen probleem; was het daarentegen de bedoeling de risico’s van het aandeelhouderschap van een aandeelhouder op een andere af te wentelen, dan kwam men in het vaarwater van het verbod. Deze laatste interpretatie lijkt ons het voordeel van de duidelijkheid en toepasbaarheid te hebben tegenover de erg abstracte, geen concrete toetsingscriteria aanreikende eerste opvatting. De bedoeling van partijen doorslaggevend maken heeft als nadeel dat deze bedoelingen vaak moeilijk te achterhalen zijn, maar voor zij die optieconstructies opzetten heeft het als onmiskenbaar voordeel dat men in preambules van overeenkomsten kan uitleggen wat de bedoelingen zijn, om zo onder meer de rechter toch minstens initieel in een bepaalde richting te sturen; en dat, precies omdat het moeilijk is ‘verkeerde’ bedoelingen te bewijzen, er veel ruimte bleef voor advocaten om te argumenteren dat de bedoeling van hun

18. Zie de verwijzingen bij P.A. FORIERS, “Portage et clause léonine (observations sur le champ d’application de l’article 1855 du Code civil)” in *Homage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994, 154, noot 27.

19. Brussel 3 december 1986, *TBH* 1988, 25, *Rev.prat.soc.* 1988, nr. 6420, 63, noot D. VAN GERVEN, *RCJB* 1989, 542, noot M. COIPEL.

20. Cass. 5 november 1998, *Pas.* 1998, p. 1099, met concl. adv.-gen. M. De Riemaecker; M. COIPEL, “Vers une validation des pactes léonins?”, *TBBR* 2002, 4; J. LIEVENS en N. BONNY, “Het verbod van leonijns beding: eindelijk een houvast?” (noot onder Cass. 5 november 1998), *V&F* 1999, 38; M. DUPLAT, noot onder Cass. 5 november 1998, *Rev.prat.soc.* 1999, 79; M. WYCKAERT, “Het leeuwenbeding en de bedoeling van partijen” (noot onder Cass. 5 november 1998), *R.Cass.* 1999, 162.

21. Inmiddels art. 32, 2<sup>de</sup> lid van het in 1998 nog niet bestaande W.Venn.

cliënten niet was afbreuk te doen aan de vennootschapsovereenkomst, noch om risico's van de ene aandeelhouder op de andere af te wentelen.

8. *'Torraspapel'* bracht evenwel niet echt 'gerechtelijke vrede', in die zin dat de feitenrechters soms wel het *Torraspapel*-criterium toepasten, maar evengoed hun eigen redeneringen omtrent leeuwenbedingen bleven ontwikkelen om zo optieconstructies geldig dan wel ongeldig te verklaren. Zo verklaarde het hof van beroep te Brussel in een arrest van 10 november 2006<sup>22</sup> een put-optie ongeldig, in wezen omdat zij de bedoeling had de begunstigde vrij te stellen van elke verliesdeelname. In dit arrest bleef het Brusselse hof vrij dicht bij een eenvoudige letterlijke lezing van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. hoewel duidelijk ook meespeelde dat volgens het hof de begunstigde slechts een soort schijnvennoot was, die de vennootschap aan boord wou hebben en daarom had 'omgekocht' met de risico-indekking via de put-optie. In een arrest van 21 september 2006<sup>23</sup> was het doorslaggevend argument van het Brusselse hof van beroep om een put-optieconstructie geldig te achten dat de verliesvrijstelling voor de begunstigde niet totaal was, omdat hetzij de optie niet op alle aandelen van de begunstigde sloeg, hetzij hij ze slechts bij herstructureringen en bepaalde andere fundamentele wijzigingen in de vennootschap losstaand van financiële moeilijkheden kon uitoefenen. In beide arresten ontwaart men wel echo's van de *Torraspapel*-aanpak, maar in beide gevallen had het Brusselse hof tot dezelfde conclusie met in wezen dezelfde motivering kunnen komen zonder enige verwijzing naar de *Torraspapel*-gedachten.

Dat geldt nog veel meer voor een arrest van 28 juni 2007 van het hof van beroep van Antwerpen<sup>24</sup>. In dat arrest is geen spoor van de leer van de causale onafhankelijkheid te vinden<sup>25</sup>: het hof baseert zich eenvoudigweg op de stelling dat artikel 32 enkel situaties viseert waarin (het voorwerp van) inbrengen (dus geld en goederen) aan verliezen onttrokken

worden. De vraag of aandeelhouders als dusdanig van verliezen vrijgesteld worden, zou dan irrelevant zijn. We zullen verder nog proberen aan te tonen dat dergelijke interpretatie van artikel 32 W.Venn. ondoelmatig en daarom te verwerpen is.

9. In 2008 heeft het Hof van Cassatie dan met het arrest *'Vlaamse Participatiemaatschappij'* een volledig ander criterium dan de 'causale onafhankelijkheid' gelanceerd<sup>26</sup>. Eigenlijk werpt het ook meteen de tekst van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid overboord, want zonder enige verwijzing naar de tekst, maar ook zonder enige verwijzing naar de functie van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid, stelt het Hof eenvoudigweg dat: "een overeenkomst waarbij een partij een participatie neemt in een vennootschap onder het beding dat de overige vennoten zich ertoe verbinden om deze aandelen tegen een vooraf bepaalde prijs terug te kopen na het verstrijken van een bepaalde termijn of wanneer een bepaalde voorwaarde in vervulling is gegaan, niet onder het in artikel 32 van het Wetboek van Vennootschappen bedoelde verbod [valt] wanneer deze overeenkomst louter het vennootschapsbelang dient".

Zoals vaak in cassatiearresten ontbreekt een motivering van dit standpunt, dat de wet negeert en in elk geval niks meer te maken heeft met de tekst van de wet. Men krijgt de indruk dat het Hof wel wat voelt voor de in de literatuur al langer verdedigde stelling dat men artikel 32, 2<sup>de</sup> lid beter zou afschaffen<sup>27</sup>. Het Hof heeft immers eigenhandig een uitzondering op de regel uit artikel 32, 2<sup>de</sup> lid gecreëerd: indien het vennootschapsbelang niet in het gedrang wordt gebracht, geldt de regel niet, daar komt het arrest in de praktijk op neer<sup>28</sup>. In hun recente handboek stellen Geens en Wyckaert dan ook terecht: "De breedheid van dit criterium (...) verbluft<sup>29</sup>." In elk geval is het vennootschapsbelang, indien het zoals in de Belgische rechtspraak gebruikelijk is, ruim geïnterpreteerd wordt, een uitermate soepel criterium, dat dus zal toelaten vele verliesvrijstellingsconstructies te 'redden'.

22. Brussel 10 november 2006, *TRV* 2007, 183, noot T. VLIETINCK, "Leonijnse aantasting van puts en calls: het ijs blijft glad".

23. Brussel 21 september 2006, *Rev.prat.soc.* 2007, 503, noot G. COLLARD.

24. *TRV* 2008, 679. Zie verder nog Kh. Hasselt 17 januari 2005, *TRV* 2006, 60, noot M. WYCKAERT en Gent 16 maart 2009, *TRV* 2009, 762.

25. Aldus ook T. VLIETINCK, "Leonijnse aantasting van put en calls: het ijs gebroken?", *TRV* 2008, 661, nr. 6.

26. Cass. 29 mei 2008, *Pas.* 2008, I, p. 1363, *TRV* 2008, 655, noot T. VLIETINCK, "Leonijnse aantasting van puts en calls: het ijs gebroken?", *RW* 2008-09, 1556, noot R. HOUBEN; *TBH* 2009, nr. 2009/3, p. 270, noot N. GOOSSENS, "Het leeuwenbeding: de geldigheid van klassieke portageovereenkomsten en het einde van de causale onafhankelijkheidsleer?", *Rev.prat.soc.* 2009, 101, noot M. COIPEL, "Un nouveau pas vers la validation des pactes léonins?".

27. Recent nog in die zin O. CLEVENBERGH en A. ANCIAUX, "Les options sur actions, l'obligation pour les associés de contribuer aux pertes et les pactes léonins", *TBH* 2006, nr. 2006/10, p. 1018; N. GOOSSENS, "Het leeuwenbeding: de geldigheid van klassieke portageovereenkomsten en het einde van de causale onafhankelijkheidsleer?", *TBH* 2009, nr. 2009/3, p. 278; T. VLIETINCK, "Leonijnse aantasting van put en calls: het ijs gebroken?", *TRV* 2008, 666, nr. 21; M. COIPEL, "Un nouveau pas vers la validation des pactes léonins?", *Rev.prat.soc.* 2009, 121, nr. 7; K. GEENS en M. WYCKAERT, "De vennootschap. Algemeen deel", in *Beginselen van Belgisch privaatrecht*, IV, Mechelen, Kluwer, 2011, 150.

28. Dit is geen teleologische of functionele interpretatie meer, maar een rechterlijke wetswijziging. Coipel ("Un nouveau pas vers la validation des pactes léonins?", *Rev.prat.soc.* 2009, 118) spreekt van 'un effet habilitant' van het vennootschapsbelang dat toelaat dat een vennoot niet in de verliezen bijdraagt wanneer dat geen aantasting van het 'pacte social' betekent. Hij wijst erop dat Lebbe en Partsch dergelijke aanpak van het leeuwenbeding reeds voorstonden in hun artikel uit 1995, zij het daar niet letterlijk op het concept vennootschapsbelang gesteund, maar op het proportionaliteitsprincipe: I. LEBBE en P.E. PARTSCH, "L'article 1855, alinéa 2 du Code civil et les opérations sur titres", *Rev.prat.soc.* 1997, 122-126. Inderdaad hebben de wijzigende werking van de goede trouw, het proportionaliteitsprincipe en het concept vennootschapsbelang allemaal dezelfde functie: de rechter machtigen tot het creëren van nieuwe normen en aanpassen van bestaande waar er geen bestaan. Zie H. DE WULF, *Taak en loyaleitplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, Antwerpen, Intersentia, nr. 655 (p. 407-408) in samenhang met p. 512 e.v. Het is evenwel betwistbaar of men dergelijke methode mag hanteren buiten de contractuele context, in een situatie waar er een wettekst is die zelf niet overdreven open geformuleerd is.

29. K. GEENS en M. WYCKAERT, "De vennootschap. Algemeen deel" in *Beginselen van Belgisch privaatrecht*, IV, Mechelen, Kluwer, 2011, 148.

10. Wat de interpretatie van het arrest betreft, lijkt er in de rechtsleer ondertussen wel consensus dat men geen belang moet hechten aan het woordje ‘louter’ in het arrest<sup>30</sup>. Het betreft hier wellicht een slordigheid van het Hof, dus ook constructies die niet alleen het vennootschapsbelang maar, zoals gebruikelijk, ook de belangen van sommige aandeelhouders dienen, zijn aanvaardbaar. Minder zeker maar toch ook waarschijnlijk, en een aan te bevelen interpretatie, is dat het Hof met zijn positieve formulering (het vennootschapsbelang dienen, en dan nog louter) niet heeft willen zeggen dat de overeenkomst een positieve bijdrage aan het vennootschapsbelang dient te leveren; gezien de positieve houding die het Hof duidelijk wil aannemen tegenover portage- en put-optieconstructies, is het waarschijnlijk dat het in de ogen van het Hof volstaat dat een constructie niet strijdig is met het vennootschapsbelang<sup>31</sup>.

Een vraag die in de annotaties bij het arrest voor zover we zien geen aandacht heeft gekregen is of het Hof de bedoeling zou gehad hebben zijn ‘leerstuk’ alleen toe te passen op situaties waarin er een uittrederegeling voor een aandeelhouder aan de orde is – de overwegingen van het cassatiearrest zijn, geïnspireerd door de feitelijke achtergrond van het geval, aldus geformuleerd – dan wel dat het hof een algemeen criterium wou invoeren voor de toetsing aan artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. In Frankrijk heeft men een evolutie in de cassatierechtspraak waargenomen die er op neerkomt dat het Hof doorheen de jaren verschillende criteria voor verschillende contexten heeft ontwikkeld, waardoor alle rechtszekerheid zoek is geraakt (nog los van de vaststelling dat vele van de Franse criteria, zoals de vraag of men met een aandeelhouder-‘bailleur de fonds’ te maken heeft of niet, functioneel *prima facie* onzinnig

lijken en het Franse Hof, eveneens bij gebrek aan motivering van zijn arresten, de criteria niet verdedigt door uit te leggen waarom het die criteria hanteert). Het zou wel eens kunnen dat we in België dezelfde weg opgaan<sup>32</sup> en dat minstens de lagere rechtspraak maar ook het Hof van Cassatie meerdere criteria gaan hanteren, zonder veel systematiek<sup>33</sup>.

11. Bij de eerste bekende toepassing door een feitenrechter van de ‘*Vlaamse participatiemaatschappij*’-rechtspraak werd het criterium van het vennootschapsbelang, waarvan we hoger schreven dat het zou moeten toelaten veel constructies te redden, nochtans gebruikt om een beding nietig te verklaren<sup>34</sup>. In dit geval leken de partijen dit gedeeltelijk aan zichzelf te wijten te hebben, in die zin dat het hof moest vaststellen over bijzonder weinig informatie te beschikken om de toets aan het vennootschapsbelang te kunnen doorvoeren. Dit is, voor zover nodig, nog eens een signaal aan de praktijk dat het nuttig kan zijn in preambules van overeenkomsten reeds ten tijde van de sluiting ervan aan te geven waarom de constructie het vennootschapsbelang dient (wat een rechter uiteraard niet verhindert dergelijke geschriften te doorprikken wanneer zij onovertuigend zijn of niet met de werkelijkheid overeenstemmen). In casu was het hof ook niet erg mild waar het oordeelde dat nu duidelijk was dat de optieovereenkomst voordelen bood aan de begunstigde – deze kon gedurende niet minder dan 25 (!) jaar zijn aandelen aan 100% van de intekenprijs overdragen – terwijl de voordelen voor de vennootschap niet duidelijk waren, de overeenkomst niet *louter* het vennootschapsbelang diende. Nochtans blijkt uit het arrest niet welk nadeel de vennootschap door de overeenkomst zou geleden hebben.

### 3. NAAR EEN ZINVOLLE INTERPRETATIE VAN ARTIKEL 32, 2<sup>de</sup> LID W.VENN.: GEEN OMZETTING VAN DE AANDEELHOUDERSPOSITIE IN EEN SCHULDEISERSPOSITIE TEN LASTE VAN VENNOOTSCHAPSACTIVA

12. Twee twistpunten die na 25 jaar discussie over het leeuwenbeding nog altijd niet uitgeklaard zijn, is of het verbod van verliesvrijstelling enkel volledige of ook gedeeltelijke verliesvrijstellingen viseert, en of artikel 32, 2<sup>de</sup> lid betrekking heeft op aandeelhouders dan wel op inbrengen. Naar analogie met wat voor winstuitsluiting geldt, is de beste stelling dat alleen (quasi-)volledige verliesuitsluiting verboden is<sup>35</sup>. Het komt er immers op aan iemand zijn positie als aandeelhouder te laten

respecteren. Zolang de aandeelhouder risico op verlies blijft lopen, is dat het geval; vandaar dat een put-optie in verband met pakweg 70% van de aandelen van een aandeelhouder, zonder verder onderzoek verenigbaar met artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. zou moeten worden verklaard<sup>36</sup>.

De eerste vraag en het antwoord erop gaan ervan uit dat het verbod van verliesvrijstelling de positie van iemand als aan-

<sup>30</sup>. M. COIPEL, “Un nouveau pas vers la validation des pactes léonins?”, *Rev.prat.soc.* 2009, 119, nr. 6.

<sup>31</sup>. Aldus ook bv. N. GOOSSENS, “Het leeuwenbeding: de geldigheid van klassieke portageovereenkomsten en het einde van de causale onafhankelijkheidsleer?”, *TBH* 2009, nr. 2009/3, p. 278.

<sup>32</sup>. Zowel het *Torraspapel*- als het *Vlaamse participatiemaatschappij*-arrest werden overigens duidelijk beïnvloed door Franse cassatierechtspraak; zie het overzicht van die Franse rechtspraak bij O. CLEVENBERGH en A. ANCIAUX, “Les options sur actions, l’obligation pour les associés de contribuer aux pertes et les pactes léonins”, *TBH* 2006, nr. 2006/10, p. 1009-1013 en T. VLIETINCK, “Leonijnse aantasting van put en calls: het ijs gebroken?”, *TRV* 2008, 663-666.

<sup>33</sup>. Vgl. K. GEENS en M. WYCKAERT, “De vennootschap. Algemeen deel” in *Beginselen van Belgisch privaatrecht*, IV, Mechelen, Kluwer, 2011, 148, nrs. 80 en 149, eerste al.

<sup>34</sup>. Brussel 30 juni 2010, *TRV* 2010, 501, noot C. CLOTTENS.

<sup>35</sup>. H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 185; N. GOOSSENS, “Artikel 32 W.Venn.” in H. BRAECKMANS, K. GEENS en E. WYMEERSCH (eds.), *Commentaar vennootschappen en verenigingen*, Antwerpen, Kluwer, nrs. 13 e.v.

<sup>36</sup>. Aldus ook Antwerpen 13 oktober 2011, gepubliceerd in dit nummer, p. 695.

deelhouders viseert. De letterlijke tekst spreekt nochtans over inbrengen. Dit – de gedachte dat artikel 32, 2<sup>de</sup> lid niet verliesvrijstelling van aandeelhouders of aandelen viseert, maar enkel de verliesvrijstelling van de inbrengen (in de zin van geld of goederen) die in de vennootschap-rechtspersoon zitten – heeft reeds in de jaren '90 geleid tot pogingen om door een letterlijke tekstinterpretatie puts en calls uit de leeuwenkooi te houden<sup>37</sup>. Vrij recent werd een meer gesofisticeerde poging gedaan, in dit tijdschrift, om die zienswijze een tweede adem te geven<sup>38</sup>. Wij zullen nu verdedigen dat de visie van Clevenbergh/Anciaux en hun voorgangers weliswaar verdere verfijning behoeft en met name nog te veel gevangen zit in traditionele gedachten over artikel 32, en dat hun opvatting niet overeenstemt met de oorspronkelijke bedoeling van de wetgever noch met de huidige cassatierechtspraak, maar dat zij de discussie wel op een spoor gezet hebben dat naar vruchtbaarder velden leidt dan de stervlechte vlakke waar we ons nu op bevinden.

13. Ook al is erg onduidelijk waarom de wetgever artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. heeft ingevoerd, het lijkt duidelijk dat *historisch* de tekst ook de relaties tussen aandeelhouders viseerde en niet, ondanks zijn bewoordingen, enkel de inbrengen<sup>39</sup>. De rechtspraak voorafgaand aan het *Vlaamse participatiemaatschappij*-arrest lag ook in die lijn, inclusief het *Torraspapel*-arrest. Indien men er van uitgaat dat overeenkomsten tussen een aandeelhouder en een derde niet gevisieerd worden door artikel 32 – en die interpretatie is in België steeds unaniem aangehouden – dan ligt het voor de hand die bepaling de functie toe te schrijven om het evenwicht in het vennootschapscontract te laten bewaren: de ene aandeelhouder mag zijn risico niet afwentelen op een andere. Waarom dat niet zou mogen, indien het niet heimelijk gebeurt maar via een open en bloot duidelijk contract, is niet vanzelfsprekend; maar vanuit

een filosofie dat zwakkere aandeelhouders beschermd moeten worden – filosofie die ontegensprekelijk achter het 1<sup>ste</sup> lid van artikel 32 schuilt – is deze aanpak logisch en consistent. Binnen deze filosofie is het *Torraspapel*-criterium nog zo kwaad niet: alles mag, als het maar niet de bedoeling is een medeaandeelhouder voor het eigen risico te laten opdraaien.

14. Eens men evenwel zoals het Hof van Cassatie beslist dat verliesvrijstelling toegelaten is, ook tussen aandeelhouders, zolang dit maar gerechtvaardigd is door het vennootschapsbelang (arrest *Vlaamse Participatiemaatschappij*), treedt men buiten het kader van de filosofie van de bescherming van de ene aandeelhouder tegen de andere: als de vennootschap er voordeel bij heeft (of als het niet tegen haar belangen ingaat) mag men risico van de ene aandeelhouder op de andere afwentelen. Dit criterium biedt niet alleen erg weinig houvast, het komt er vooral op neer, zoals reeds aangegeven, dat er geen verbod op verliesvrijstelling meer bestaat zolang de vennootschap er geen last van heeft.

Wanneer nu heeft de vennootschap 'geen last' van een verliesvrijstelling van een aandeelhouder? Als deze verliesvrijstelling niet ten laste van de activa van de vennootschap komt.

Indien men zoals het Hof van Cassatie beslist dat a) de letterlijke tekst van artikel 32 er niet toe doet en b) dat de functie van het artikel klaarblijkelijk niet is de ene aandeelhouder tegen de andere te beschermen, lijkt het ons meer aangewezen om hetzij artikel 32, 2<sup>de</sup> lid volledig af te schaffen<sup>40</sup>, hetzij duidelijk aan te geven welke andere functie artikel 32, 2<sup>de</sup> lid dan wel heeft – een functie die consistent is met de rest van ons W.Venn. De zinvolle interpretatie die wij hierbij voorstaan ligt in het verlengde van wat Clevenbergh en Anciaux hebben geschreven<sup>41</sup>, maar gaat nog verder en is in mijn ogen een

<sup>37</sup>. Zie vooral L. CORNELIS, "Puts en calls op aandelen uit de leeuwenkooi?", *Not.Fisc.M.* 1995, 1-10; J. LIEVENS en N. BONNY, "Het verbod van leonijns beding: op zoek naar een houvast", *V&F* 1998, 244 en dezelfde "Het verbod van leonijns beding: eindelijk een houvast?", *V&F* 1999, 43-47.

<sup>38</sup>. O. CLEVENBERGH en A. ANCIAUX, "Les options sur actions, l'obligation pour les associés de contribuer aux pertes et les pactes léonins", *TBH* 2006, nr. 2006/10, p. 1018.

<sup>39</sup>. Voor een overtuigende analyse, zie M. COIPEL, "Réflexions sur le 'portage' d'actions au regard de l'article 1855 du Code civil. Le porteur et le lion", *RCJB* 1986, (553) 562. Hij en anderen wijzen er terecht op dat het betekenis heeft dat art. 32 te vinden is in de titel 'Verplichtingen van vennoten tegenover elkaar'.

<sup>40</sup>. Maar daar zijn we geen voorstander van, zoals helemaal op het einde van deze noot wordt uitgelegd.

<sup>41</sup>. Reeds eerder hadden Lievens en Bonny en Cornelis al aangeknoopt bij de letterlijke tekst van art. 32, 2<sup>de</sup> lid, met nadruk op de gelden en goederen die het voorwerp van de inbreng uitmaken, om te argumenteren dat puts en calls niet door het artikel werden gevat. Hun argumentatie verschilt nochtans van die van Clevenbergh/Anciaux en van de onze en komt ons minder overtuigend voor. In essentie betoogden zij dat aangezien art. 32 enkel de vrijstelling van de inbreng van elke verliesbijdrage viseerde, deze wetsbepaling niet de remuneratie voor de inbreng, nl. de toegekende aandelen op het oog heeft. Aldus voorgesteld, is de gedachte evenwel onovertuigend. En dit precies omdat de aandelen onlosmakelijk met de inbreng verbonden zijn, als tegenprestatie van de inbreng. Weliswaar is het mogelijk dat een aandeelhouder verlies lijdt op zijn aandelen (hij verkoopt ze aan een prijs die lager is dan de verwervingsprijs) zonder dat de vennootschap verliezen heeft geleden, maar omgekeerd, wanneer een aandeelhouder een contract sluit waardoor de verliezen op zijn *aandelen* ingedekt worden, heeft hij zich meteen beschermd tegenover verliezen van de vennootschap of van *de inbreng*. Het mag dan wel waar zijn dat wanneer een aandeelhouder een put-optie sluit die hem het terugverdienen van zijn intekenprijs garandeert en hij vervolgens, op basis van de optie, de aandelen verkoopt, het enige gevolg is dat het risico verbonden met de aandelen overgaat op de koper, zonder dat de inbreng door deze verkoop wordt geraakt, dit gebrek aan rechtstreekse correspondentie tussen aandelen en inbreng is een eenvoudig gevolg van de rechtspersoonlijkheid van de vennootschap en doet geen afbreuk aan de cruciale vaststelling dat de aandeelhouder zich door een medeaandeelhouder tegen het risico op verlies heeft ingedekt. De echte vraag is dus volgens ons niet of art. 32 inbrengen dan wel de aandelen of de aandeelhouder viseert, maar wel of dat artikel wil bestrijden dat de aandeelhouder zich door een medevenoot tegen zijn verliesrisico indekt of niet (ongeacht of dit risico zich voordoet doordat de inbreng verloren gaat – de vennootschap lijdt verlies – dan wel de waarde van de aandelen zakt beneden hun verwervingswaarde zonder dat de vennootschap verliezen lijdt). Helemaal te ver gingen Lievens en Bonny wanneer zij in hun annotatie van het *Torraspapel*-arrest het zo voorstelden alsof het Hof van Cassatie hun visie was bijgetreden. Hun visie was verdedigbaar, maar strookte in geen geval met de arresten van het Hof van Cassatie noch met rechtspraak uit die tijd van feitenrechtters. Zie de kritiek waar ik mij bij aansluit van R. HOUBEN, "Het risicovrij aandeelhouderschap in een NV. Vragen vanuit het verbod op leonijns beding en *empty* voting", *RW* 2008-09, 1545 nr. 13; deze auteur geeft overigens een goed overzicht van de opvattingen van Cornelis, Lievens/Bonny en Clevenbergh/Anciaux.

rechtlijniger doortrekking van de functionele logica, los van tekstuele en historische betekenis- bekommernissen.

15. Dergelijke zinvolle interpretatie van het 2<sup>de</sup> lid komt er op neer dat het een gebod is het onderscheid tussen *debt* en *equity*, tussen eigen vermogen en schulden, te respecteren. Dat wil zeggen, wie aandeelhouder is geworden en daardoor een claim op winst heeft verkregen, kan zich niet tegelijk als schuldeiser gedragen, tenzij hij contractueel duidelijk zowel aandeelhouder als schuldeiser is.

Wat bedoelen we daar precies mee? Het betekent *niet* dat men zich niet mag laten indekken tegen het risico zijn inbreng niet terug te krijgen. Als iemand bereid is dergelijk contract te sluiten met een aandeelhouder, dan zien we niet in waarom dit niet geoorloofd zou zijn. Dit hoeft niet noodzakelijk een derde te zijn: als de ene aandeelhouder volledig vrij en zonder misleid te zijn<sup>42</sup>, beslist de andere in te decken tegen verliezen op zijn inbreng, is dat in onze visie niet in strijd met enige regel uit het W.Venn. of het BW<sup>43</sup>.

Indien daarentegen iemand bij de oprichting, naar aanleiding van een kapitaalverhoging of andere vorm van aandelenverwerving aandeelhouder wordt, mag hij niet tegelijk of, meer waarschijnlijk, op een later moment een overeenkomst sluiten die tot gevolg heeft dat zijn claim op winst die hij heeft en die een slechts eventuele vordering is, economisch of juridisch gezien wordt omgezet in een vordering op de vennootschap die niet afhankelijk is van de vraag of er winst is of minstens niet afhankelijk van de vraag of er tot een geldige winstuitkering besloten is, en die hem aldus de positie van schuldeiser bezorgt, die voorrang heeft boven de andere aandeelhouders in zijn claims op het vennootschapsvermogen, en die zich ondanks zijn positie als aandeelhouder, in werkelijkheid voegt bij de schuldeisers en dus in concurrentie met hen komt in geval van samenloop of andere gevallen waarbij het vennootschapsvermogen aangesproken wordt. Althans zou dit slechts mogen in specifiek wettelijk geregelde gevallen, of mits toestemming van alle aandeelhouders en vennootschapsschuldeisers, maar die voorwaarde zal normaal gezien onmogelijk te vervullen zijn.

Dit betekent natuurlijk niet dat eenzelfde persoon niet tege-

lijk schuldeiser en aandeelhouder van eenzelfde vennootschap kan zijn. Het betekent wel dat iemand die geen schuldeiser maar slechts aandeelhouder is, niet door met de vennootschap(sorganen) onder één hoedje te spelen, een reden van voorrang mag construeren *zonder* openlijk een schuldordering te verwerven.

16. Om te beseffen wat de essentie van de positie van een aandeelhouder is, kan het verhelderend zijn een blik op het boekhoudrecht en met name de IFRS-normen te werpen. Zoals bekend worstelt men daar ook met de vraag naar het verschil tussen *debt* en *equity* (eigen vermogen), en dit heeft aanleiding gegeven tot analyses die verfijnder zijn dan wat men doorgaans in de vennootschapsliteratuur vindt<sup>44,45</sup>.

IAS 32 definieert *equity* negatief door te zeggen dat het gaat om “*any contract that evidences a residual interest in the assets of an entity after deducting all of its liabilities*” (IAS 32.11). Dit wordt dan verder verfijnd in een definitie die onelegant is geworden na amendementen in 2008, die bedoeld waren om bepaalde vennootschappen en andere organisaties toe te laten aflosbare aandelen en gelijkaardige instrumenten toch als kapitaal te classificeren (omdat zij anders nl. geen kapitaal zouden hebben, nu hun aandelen per definitie aflosbaar zijn, d.w.z. discretionair door de houder ervan tegen geld kunnen worden ingeruild). De definitie komt er op neer (zie IAS 32.15 voor de volledige technische omschrijving) dat iets boekhoudkundig onder de IAS-regels slechts als *equity* kan geklasseerd worden indien twee voorwaarden voldaan zijn: 1. er bestaat voor de emittent geen contractuele verplichting om cash of een ander financieel actief aan een andere entiteit te leveren, en evenmin een contractuele verplichting om ‘financiële activa’ of ‘financiële verplichtingen’ met een andere entiteit uit te wisselen onder voorwaarden die potentieel nadelig zijn voor de emittent; 2. indien het financiële instrument kan afgewikkeld (‘settled’) worden in *equity* van de emittent, dan is het een niet-afgeleid product dat voor de emittent geen contractuele verplichting inhoudt tot levering van een variabel aantal eigen-vermogensinstrumenten van de emittent of toch een afgeleid product dat door de emittent uitsluitend wordt afgewikkeld door cash of een ander financieel instrument te ruilen voor een vast aantal

<sup>42</sup>. Tegen traditionele misleiding (dwaling en bedrog) beschermt het gewoon burgerlijk recht, daarvoor heeft men art. 32. W.Venn. niet nodig.

<sup>43</sup>. Tenzij een traditioneel geïnterpreteerd art. 32 W.Venn. Overigens mag hierbij worden opgemerkt dat de functie van een zelfs traditioneel geïnterpreteerd art. 32 niet *kan* zijn aandeelhouders te verbieden zich in te decken tegen het risico op verliezen, want in de in België unaniem aanvaarde visie is indekking door een derde wel toegelaten. Waarom zou indekking door een aandeelhouder dan niet kunnen? Toch niet omdat dit zou ingaan tegen het wezen van de vennootschapsovereenkomst.

<sup>44</sup>. Wat niet betekent dat men de kwalificatie van een verhouding volgens het boekhoudrecht als *equity* noodzakelijk vennootschapsrechtelijk moet vertalen als ‘aandeel’ of ‘aandeelhouder’. In de IFRS-normen doet men immers duidelijk afstand van de primordialiteit van juridische analyses, die in de ogen van de accountants op de vorm gefixeerd zijn (houdt iemand een instrument dat de naam aandeel dan wel de naam obligatie draagt, bijvoorbeeld) om te bepalen of iets *equity* dan wel *debt* is (zie ook IAS 32.17 waar gezegd wordt dat economische realiteit voorrang moet krijgen boven juridische vorm).

<sup>45</sup>. Zo vindt men interessante bedenkingen (eigenlijk samenvattingen van de debatten n.a.v. de totstandkoming van de normen en van de normen zelf) in de jaarlijkse publicatie van Ernst&Young over GAAP (generally accepted Accounting Principles) zoals *International GAAP 2012. Generally Accepted Accounting Practice under International Financial reporting Standards*, The International financial Reporting Group of Ernst&Young, Wiley, 2012, met name Volume 3 *Financial Instruments and Insurance contracts*, Chapters 45 (Financial instruments: financial liabilities and equity) en 43 (Financial Instruments: definitions and scope), resp. p. 2859-2890 en 2939-3034. Erg boeiend is ook de publicatie van GrantThornton, *Liability or equity? A practical guide to the classification of financial instruments*, juli 2009, 66 p., beschikbaar op [www.grantthornton.com/staticfiles/GTCom/files/GT%20Thinking/IFRS\\_Resource\\_Center/Liability%20or%20equity%20guide%20July%202009.pdf](http://www.grantthornton.com/staticfiles/GTCom/files/GT%20Thinking/IFRS_Resource_Center/Liability%20or%20equity%20guide%20July%202009.pdf) (laatst geraadpleegd op 18 juli 2012).

equity-instrumenten van de emittent. Hierop worden dan een aantal uitzonderingen gemaakt.

Deze definities en die van ‘financial liability’ maken duidelijk dat het wezenlijke verschil tussen een aandeelhouder en een schuldeiser is dat een schuldeiser hetzij op contractueel vastgelegde tijdstippen<sup>46</sup> recht heeft op betalingen<sup>47</sup> door de vennootschap, hetzij die betalingen eenzijdig mag afdwingen, terwijl een aandeelhouder dat net niet mag: hij wordt discretionair, naar eigen goeddunken, betaald door de vennootschap, met name in elk geval in België alleen indien er winst is en het bevoegde orgaan beslist die winst uit te keren; en behoudens andersluidend contract met bepaalde schuldeisers, wordt hij in geval van samenloop (ontbinding, faillissement, ...) slechts uitbetaald na de schuldeisers. Een zinvolle interpretatie van artikel 32 W.Venn. is dus dat een aandeelhouder geen constructies mag opzetten die ervoor zorgen dat *de vennootschap* de aandeelhouder uitkeringen garandeert, waardoor activa gebruikt worden die anders eerst aan de schuldeisers waren toegekomen of die op voet van gelijkheid<sup>48</sup> onder de aandeelhouders waren verdeeld bij dividenduitkeringen of bij de vereffening.

17. Dergelijk verbod om enerzijds te delen in de winst, anderzijds zich als schuldeiser te gedragen, brengt een aantal courante constructies duidelijk *niet* in gevaar en is niet inconsistent met het bestaan ervan.

In geval van een winstdelende lening, dat wil zeggen een lening waarvan de interest wordt bepaald in functie van de winst van de vennootschap, is van in het begin duidelijk dat er weliswaar winst moet zijn eer een ‘uitkering’ (interestbetaling) aan de kredietverstrekker verschuldigd is, maar dat de uitkering zelf, in geval van winst, niet afhankelijk is van een beslissing van een vennootschapsorgaan (zoals de beslissing tot winstuitkering door de algemene vergadering). Er is een recht op uitkering van de winst, dat de kredietverstrekker eenzijdig, op basis van zijn contract, geldend kan maken tegenover de vennootschap.

Wie een converteerbaar instrument<sup>49</sup> koopt, eet zoals bekend van twee walletjes: de investeerder kan zich als schuldeiser gedragen zolang het hem goed uitkomt<sup>50</sup>, wanneer daarentegen de waarde van de onderliggende aandelen, in het licht

van de conversiepremie, hoger komt te liggen dan de waarde van de corresponderende converteerbare instrumenten, kan het interessant zijn het statuut van aandeelhouder te verwerven. Dit mechanisme zit evenwel *ab initio* in het contract ingebakken, en men kan niet tegelijk aandeelhouder en schuldeiser zijn<sup>51</sup>: na de conversie wordt men verder als aandeelhouder behandeld, en als men de aandelen onmiddellijk verder verkoopt, is er iemand anders die aan het aandeelhoudersrisico blootstaat: een wederconversie in een schuldtitle is niet mogelijk (zij het dat het effect wel kan bereikt worden met derivaten, maar dit zal dan niet gebeuren ten laste van de vennootschap).

Het preferente dividend van preferente aandelen ten slotte kan vele vormen aannemen, maar het is mogelijk het de vorm te geven van een ‘gegarandeerde’ uitbetaling van een bepaalde som geld per jaar per aandeel. Dan nog zal dit preferente dividend slechts uitbetaalbaar zijn wanneer er winst is gemaakt en, eventueel, de algemene vergadering beslist heeft die winst uit te keren – hoewel er ons niets op tegen lijkt om ‘aandelen’ te creëren die a) recht geven op een uitbetaling van een vaste som geld, bijvoorbeeld 10 EUR per aandeel per jaar en b) een bepaald percentage van de jaarwinst, voor het geval de ava beslist de winst uit te keren. Alleen de tweede claim vervat in het aandeel is dan een aandeelhoudersclaim; de eerste is een schuldvordering tegenover de vennootschap die aan het aandeel gekoppeld is.

18. We willen benadrukken dat onze interpretatie niet in strijd is met de tekst van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. De aldaar geformuleerde regel dat de inbrengen moeten bijdragen in het verlies wordt gelezen als een regel dat de affectatie van de ingebrachte goederen moet gerespecteerd worden, door er aandeelhouders geen vaste claim op te geven, noch voorrang boven hun medeaandeelhouders. Deze interpretatie past heel wat beter in het systeem van het W.Venn. dan de interpretatie van het Hof van Cassatie in zijn arrest uit 2008<sup>52</sup>: in plaats van artikel 32 volledig uit te hollen en tegelijk met het criterium ‘vennootschapsbelang’ grote rechtsonzekerheid te creëren, wordt in de regel een bevestiging gezien van de elders in het wetboek slechts onrechtstreeks tot uitdrukking komende gedachte dat aandeelhouders *zichzelf* niet de positie van een schuldeiser mogen toekennen.

<sup>46</sup>. Het kan ook gaan om één uitkering, soms zelfs n.a.v. de ontbinding van de vennootschap, die de schuldeiser eventueel zelf kan uitlokken.

<sup>47</sup>. In geld, aandelen of andere (financiële) activa van de vennootschap.

<sup>48</sup>. Weliswaar met inachtneming van de claims van preferente aandeelhouders.

<sup>49</sup>. Bv. converteerbare obligatie.

<sup>50</sup>. Tenzij bij allerlei vormen van reverse en contingent convertible instrumenten, waarbij de omzetting in aandelen gebeurt hetzij op initiatief van de emittent, hetzij automatisch als een bepaalde gebeurtenis zich voordoet. Voor onze doeleinden zijn dergelijke instrumenten verder irrelevant.

<sup>51</sup>. Dat neemt niet weg dat boekhoudkundig converteerbare effecten in een schuldcomponent en een equity-component kunnen gesplitst worden, maar het is precies die aangevoelde noodzaak tot splitsing van het ene contractuele instrument die aantoont dat men niet de beide posities kan verenigen.

<sup>52</sup>. Hoewel men op een gekunstelde en daarom niet overtuigende manier zou kunnen voorhouden dat onze interpretatie van art. 32, 2<sup>de</sup> lid dezelfde is als die van het Hof van Cassatie, nl. door te stellen dat een constructie louter het vennootschapsbelang dient als zij nuttig is voor bepaalde stakeholders van de vennootschap (bv. bepaalde aandeelhouders) en niet raakt aan de activa van de vennootschap.



19. Men zou tegen de hier verdedigde opvatting kunnen inbrengen dat zij het verschil tussen een verlies voor een vennoot en een verlies van een inbreng/voor de vennootschap miskent<sup>53</sup>. Dergelijke tegenwerping is evenwel naast de kwestie. Nog afgezien van het feit dat de letterlijke tekst van artikel 32 het precies heeft over verliesvrijstelling van gelden en goederen (inbrengen dus) – een argument waaraan we zelf, als voorstander van een functionele interpretatie, weinig belang hechten – is het punt net dat, eens men aanneemt dat het vennootschapsbelang afwijkingen op die verliesvrijstelling kan rechtvaardigen, het geen zin meer heeft of minstens ongeloofwaardig overkomt belang te blijven hechten aan het verschil tussen verliezen van een vennoot en het verlies van een inbreng. Waar het op aankomt is dat men een functioneel zinvolle interpretatie van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. ontwikkelt.

20. Wel is duidelijk dat onze interpretatie het toepassingsgebied van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn. drastisch beperkt en dat het dus nog maar weinig zal kunnen worden ingeroepen. Het is immers allesbehalve evident zich situaties in te denken waarbij een aandeelhouder vennootschapsactiva aanwendt om zichzelf bij het uitoefenen van claims voorrang te verlenen op het vennootschapsvermogen tegenover andere aandeelhouders en in concurrentie met de schuldeisers. Men kan denken aan het geval waarbij de vennootschap aan een aandeelhouder, die deelt in de winst, tegelijk toezegt dat hij zijn inbreng in elk geval zal terugbetaald krijgen. Of, wat eigenlijk een variant daarop is, de situatie waarbij een aandeelhouder door de vennootschap, nadat de aandelen zijn uitgegeven, het recht zou krijgen om die aandelen om te zetten in een schuldvordering, met andere woorden de aandelen om te wisselen in cash buiten de regels over inkoop van eigen aandelen (het in sommige landen gekende systeem van ‘aflosbare aandelen – redeemable shares’)<sup>54</sup>.

21. Maar zelfs de situatie waarbij de vennootschap zich ertoe verbindt om de inbreng terug te betalen aan de aandeelhouder – zowat de enige die ook in de stelling van Clevenbergh/Anciaux geïllustreerd wordt door artikel 32, 2<sup>de</sup> lid – is in een rechtlijnige toepassing van onze eigen logica niet nood-

zakelijk problematisch. Immers, wanneer iemand op het moment dat hij aandeelhouder wordt open en bloot met de vennootschap een overeenkomst sluit waarbij hem een bedrag beloofd wordt dat overeenkomt met de nominale waarde van zijn inbreng, wordt hij daardoor gewoon schuldeiser en vennoot tegelijk. Daar is op zich niets op tegen. Maar daarmee is de kous toch niet af, want zoals men weet geldt voor vennootschappen een verbod om handelingen om niet te stellen: de belofte om de nominale inbreng terug te betalen, ten laatste bij de vereffening, zal niet geldig zijn indien daar geen tegenprestatie van de vennoot (andere dan het doen van zijn inbreng) tegenover staat; dit zou strijden met de wettelijke specialiteit van de vennootschap naar Belgisch recht (art. 1 W.Venn.). De situatie wordt nog duidelijker wanneer men zich een aandeelhouder voorstelt die pas enkele jaren nadat hij aandeelhouder is geworden dergelijke overeenkomst die hem terugbetaling van zijn inbreng door de vennootschap garandeert sluit. Als daar geen specifieke tegenprestatie van de aandeelhouder tegenover staat, wordt aldus een schuldvordering gecreëerd die er in feite op neerkomt dat de vennootschap aan de aandeelhouder een uitkering belooft die onafhankelijk van het bestaan van winst is, en onafhankelijk van de vraag of de algemene vergadering op voorstel van het bestuur tot winstuitkering wil overgaan; men kan argumenteren dat men hier met een verborgen en verboden (onrechtstreekse) uitkering te maken heeft en dus met een schending van artikel 617 W.Venn. (NV).

22. Men kan zich afvragen of bij dergelijke interpretatie, de regel *fraus omnia corrumpit* niet had kunnen volstaan in plaats van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid, eventueel aangevuld met een duidelijke stellingname naar Duits model, dat onrechtstreekse winstuitkeringen ook door netto-actiestests als vervat in artikel 617 W.Venn. gevat worden? Volgens ons niet, om twee redenen. Ook al kan bedrog met vermoedens bewezen worden, het vereist in elk geval nog steeds het bewijs van de intentie om te bedriegen en dus door list en kunstgrepen een onrechtmatig voordeel voor zichzelf te behouden of winst te maken. Een voordeel kan maar onrechtmatig zijn als het verworven wordt door een regel te overtreden of te ontduiken. De regel moet eerst geïdentificeerd worden.

<sup>53</sup>. Immers, het is inderdaad juist dat beide niet met elkaar samenvallen. Een vennoot kan verlies lijden in die zin dat hij bij het einde van de vennootschap zijn inbreng niet terugkrijgt. Dit betekent dat er niet genoeg netto-actief was om hem zijn inbreng terug te betalen (en hij die ook niet tijdens de duur van de vennootschap teruggekregen heeft via dividenden, die bovendien meer deden dan de opportuniteitskost van zijn inbreng vergoeden). Het betekent niet noodzakelijk dat de inbreng als dusdanig (in de zin van de ingebrachte goederen of gelden) is verloren gegaan (theoretisch is mogelijk dat die nog steeds in de vennootschap zit, nl. de inbreng in natura als zodanig, of een som geld gelijk aan alle oorspronkelijke inbrengen, inclusief die van de betrokken vennoot), maar het komt voor de vennoot en de vennootschap economisch gezien wel op hetzelfde neer. Het is evenwel ook mogelijk dat de vennootschap geen verlies lijdt in die zin dat haar actief op het relevante moment (bv. einde van de vennootschap, of moment dat vennoot aandelen verkoopt) nog even groot is als bij de oprichting, of zelfs dat haar netto-actief niet kleiner is dan het bedrag van de inbrengen die gebeurd zijn, maar dat de vennoot toch verlies lijdt doordat hij zijn aandelen verkoopt aan een prijs die lager is dan de inbreng. In dat geval is er geen verlies van het voorwerp van de inbreng, noch een verlies op de activiteiten van de vennootschap en dus geen verlies voor de vennootschap, maar wel verlies voor de vennoot. Zie daarop voortbouwend de kritiek van bv. C. CLOTTENS, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen*, Kalmthout, Biblo, 2012, 158 en 169-171 op de stelling van Clevenbergh en Anciaux, die deze kritiek m.i. evenwel reeds op voorhand weerlegd hebben met de uitleg in randnr. 16 en 17 van hun reeds aangehaalde bijdrage. Daarenboven vinden wij, zoals in de hoofdttekst gezegd, de kritiek irrelevant.

<sup>54</sup>. Zie ook de problematiek van ‘puttable instruments’, waarvan men tegenwoordig binnen internationale boekhoudmiddelen meent dat sommige, zoals de steeds tegen cash inwisselbare aandelen in een bevek, als equity mogen worden geboekt, terwijl andere als een financiële schuld moeten worden geboekt: Ernst&Young, *International GAAP 2012, o.c.*, hfdst. 45, punt 4.6 Puttable instruments and instruments repayable only on liquidation, 2960-2970.

Artikel 32, 2<sup>de</sup> lid, modern geïnterpreteerd, maakt dan duidelijk dat het gaat om de regel dat een aandeelhouder niet mag bedingen dat er hem door de vennootschap, ten laste van haar activa, niet-winstgebonden uitkeringen worden beloofd. Deze regel is in de rechtsleer wellicht aanvaard, en wordt geacht deel uit te maken van de essentie van wat een inbreng doen betekent, maar is nergens elders in het W.Venn. zo algemeen en relatief duidelijk geformuleerd<sup>55</sup>. Bovendien is artikel 32 W.Venn. veel ‘objectiever’ toepasbaar dan een

regel gebaseerd op bedrog, met andere woorden, men zal geen frauduleuze intentie hoeven te bewijzen bij de toepassing van artikel 32, slechts een bepaald effect.

Om die redenen pleiten we voor het behoud van artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn., want een wettekst is voor rechtbanken die wetsontduiking, misbruik van recht en bedrog willen bestrijden toch handiger dan de *communis opinio* van de rechtsgeleerden over wat ‘inbrengen’ impliceert.

#### 4. DE TOEPASSING IN DE BESPROKEN ARRESTEN: HOE ZIET HET HOF VAN BEROEP TE ANTWERPEN DE TWEE LEDEN VAN ARTIKEL 32 W.VENN.?

23. De in dit nummer afgedrukte arresten van het Antwerpse hof van beroep belichten zowel het 1<sup>ste</sup> als het 2<sup>de</sup> lid van artikel 32. Het arrest van het hof van beroep te Antwerpen van 25 november 2011 dat in dit nummer wordt afgedrukt, handelt over een burgerlijke maatschap waarin de vennoten een aantal aandelen van een aantal NV's hadden ingebracht. De statuten van de maatschap bepaalden dat indien één van de vennoten niet meer tewerkgesteld zou zijn bij een bepaalde NV X., deze verplicht zou zijn zijn aandelen over te dragen aan de andere vennoten in de maatschap. Elke aldus ‘uitgesloten’ vennoot zou daarbij slechts aanspraak kunnen maken, aldus nog steeds de maatschapsstatuten, op de nominale waarde van zijn aandelen zoals die gold ten tijde van het oprichten van de maatschap. Nu is het wellicht niet eenvoudig de nominale waarde van maatschapsaandelen bij de oprichting te bepalen wanneer zoals in casu de statuten of de oprichtingsakte geen enkele indicatie over deze nominale waarde gaven. In casu waren de partijen het er evenwel blijkbaar over eens dat de nominale waarde van een maatschapsaandeel moest worden gelijkgesteld met de prijs die de maatschapsvennoten vlak voor de oprichting van de maatschap hadden betaald voor de NV-aandelen die zij in de maatschap inbrachten.

24. Hoe dan ook, de appelland in de besproken casus wou dit statutair beding inzake nominale waarde nietig laten verklaren wegens strijdigheid met artikel 32 W.Venn. Hoewel het arrest het niet uitdrukkelijk zegt, is de vordering eigenlijk gebaseerd op het 1<sup>ste</sup> lid van artikel 32 W.Venn., dat uitsluiting uit de winst van vennoten verbiedt. Dat is interessant,

want rechtspraak daarover is schaars. In essentie betoogde de succesvolle appelland dat hij volledig van winstdeelname werd uitgesloten doordat zijn aandelen naar aanleiding van de ‘uitsluiting’ uit de maatschap volgens de statuten zouden overgenomen worden tegen de nominale waarde van de aandelen bij de oprichting. De appelland was hierover ontevreden omdat de aandelen sinds de oprichting van de maatschap flink in waarde waren gestegen.

25. Het hof besluit tot nietigheid van de statutaire bepaling. Vanuit louter theoretisch oogpunt is dit bekritiseerbaar. Immers, ook al berooft een statutair beding zoals het in casu voorlag de vennoot van elke mogelijkheid om te genieten van meerwaarden op de aandelen vanaf de oprichting, in principe is het wel mogelijk dat hij dividenden ontving. Gezien die mogelijkheid, wordt hij niet a priori uitgesloten van elke winstdeelname, en alleen de quasi volledige uitsluiting van winstdeelname wordt door artikel 32, 1<sup>ste</sup> lid W.Venn. gevisieerd. Toch kunnen we het oordeel van het hof alleen maar bijtreden. In casu was er in werkelijkheid gedurende het bestaan van de maatschap geen dividend uitgekeerd. Bovendien is het bij vermogensbeheervehikels zoals deze maatschap, of meer algemeen bij vehikels die niet als primair doel hebben diensten aan derden te leveren of iets te produceren, in veel gevallen a priori niet de bedoeling dividenden uit te keren. Ook in de coöperatieve sector komt het bijvoorbeeld zonder twijfel regelmatig voor dat alle betrokkenen weten dat, ook al is het juridisch niet uitgesloten, het niet de bedoeling is dividenden uit te keren: men zal pas bij de ontbinding de koek inclusief de meerwaarden verdelen.

<sup>55</sup>. Vandaar dat we ons ook niet kunnen aansluiten bij de kritiek op de visie van Clevenbergh/Anciaux en anderen die zich op verliesvrijstelling van inbrengen fixeren, dat die interpretatie art. 32 overbodig zou maken omdat dit tot het wezen van de inbreng behoort. Die kritiek wordt wellicht het scherpst geformuleerd door M. COIPEL, vooral in zijn noot “Un nouveau pas vers la validation des pactes léonins”, *Rev.prat.soc.* 2009; 112, waar hij het ‘une grave erreur’ noemt art. 32 in dat licht te bezien, met verwijzing naar T. TILQUIN en V. SIMONART, *Traité des sociétés*, I, Diegem, Kluwer, 1996, 435, nr. 578 en 437, nr. 580, waar die auteurs stellen dat clausules waarbij een aandeelhouder zich laat indekken door de vennootschap tegen het verlies van zijn inbreng, niet door art. 32 maar door de notie zelf van inbreng verboden worden. De auteurs geven evenwel niet aan waar ergens in het W.Venn. de notie inbreng behoorlijk omschreven wordt. Nergens in het Wetboek van Vennootschappen wordt duidelijk gemaakt wat het wezen van een inbreng doen is (behalve, volgens ons, in art. 32 W.Venn.). Het is slechts zeer onrechtstreeks dat dit tot uitdrukking komt (sommigen citeren zelfs bepalingen als art. 41 W.Venn., waaruit volgens ons nagenoeg niets kan afgeleid worden over ‘het wezen van de inbreng’) doorheen het samenlezen van een aantal wetsbepalingen (Coipel verwijst onder meer naar de bepalingen over winstuitkeringen en over kapitaalvermindering). Overigens leert het samenlezen van die wetsbepalingen dat er, buiten precies de in art. 32 uitgedrukte gedachte van winstdeelname en mogelijkheid tot verlies van de inbreng, er helemaal geen ‘essentie van de inbreng’ bestaat die uniform zou zijn doorheen alle vennootschapsvormen. Zo wordt art. 617 W.Venn. (de netto-actiefest in verband met winstuitkeringen) wel eens geciteerd als een regel die een wezenlijk element van de inbreng uitdrukt, maar dat artikel heeft natuurlijk geen equivalent bij vennootschappen met onbeperkte aansprakelijkheid, waar er nochtans ook inbrengen moeten gebeuren.

Wanneer dan iemand voor de ontbinding uit de vennootschap verdwijnt, bijvoorbeeld door uitsluiting, is het goed rechterlijk beleid om clausules die de deelname aan de meerwaarde voorafgaand aan de ontbinding uitsluiten, in strijd met artikel 32, 1<sup>ste</sup> lid W.Venn. te verklaren. Daarmee willen we niet gezegd hebben dat een clause die scheidingsaandelen steeds vaststelt op de nominale waarde van de aandelen, steeds in strijd met het verbod van leeuwenbeding is. Dit is alleen zo wanneer de rechter mag aannemen dat het *ab initio* niet de bedoeling was een dividend uit te keren, of dat het zeer onwaarschijnlijk was dat dit ooit zou gebeuren zelfs al was er uitkerbare winst. Dit is een feitenkwestie. Men zou nog verder kunnen gaan en stellen dat dergelijke winstuitsluiting enkel ongeoorloofd is wanneer de vennoten er niet met volle kennis van zaken mee hebben ingestemd. Maar ook hier blijkt het nut van artikel 32 in die zin dat ook het 1<sup>ste</sup> lid een rechtlijniger bescherming aan de zwakke vennoot biedt dan de gemeenrechtelijke principes over dwaling, bedrog en gekwalificeerde benadeling.

**26.** Er mag wel worden opgemerkt dat, indien men steeds recht heeft op een scheidingsaandeel gelijk aan de nominale waarde van de aandelen op het moment van oprichting, men ook tegen verliezen is ingedekt. Is dit in strijd met artikel 32, 2<sup>de</sup> lid W.Venn.? Indien men slechts recht heeft op dergelijk scheidingsaandeel bij de ontbinding is er geen probleem, aangezien daarbij dan in elk geval de dwingende regel moet gerespecteerd worden dat het vennootschapsactief eerst gebruikt moet worden om de schuldeisers te betalen en pas dan, voor zover er voldoende overschot is, de aandeelhouders hun inbreng kunnen terugnemen. Via dergelijke interpretatie zal men een conflict met artikel 32 vermijden. Tijdens het bestaan van de vennootschap is dergelijke clause problematischer, maar zouden wij ze enkel ongeoorloofd achten indien de aandeelhouder de uitbetaling van de vergoeding zelf eenzijdig kan uitlokken, of indien de uitbetaling op een vast tijdstip zal gebeuren. Bovendien kan dergelijke uitbetaling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid dan alleen gebeuren onder de voorwaarden van hetzij een kapitaalvermindering, hetzij de netto-actiefest (art. 617 W.Venn. voor de NV). Op die manier worden de schuldeisers beschermd tegen statutenwijzigingen (andere dan kapitaalverminderingen) waarbij de aandeelhouders beslissen zichzelf tot quasi-schuldeisers om te toveren zonder inspraak van de schuldeisers.

**27.** Interessant is de toets die het hof in het arrest van 25 november 2011 doorvoert aan het vennootschapsbelang. De analyse in randnummer 11 van het arrest komt er op neer dat, aangezien de maatschap tot doel had een vermogen te beheren en de omstreden clause geen verband houdt met

dat doel, en dat, in het verlengde daarvan, de uittrede van de vennoot geen gevolgen heeft voor de vennootschap en de werking ervan niet beïnvloedt, men niet kan oordelen dat dit beding louter het belang van de vennootschap dient. Het hof lijkt te zeggen: aangezien het beding ‘geen enkele noodzaak of zelfs nut’ voor de vennootschap vertoont, is het niet louter door het vennootschapsbelang ingegeven. Dit is merkwaardig. Vooreerst omdat het hof het ‘loutere vennootschapsbelang’-criterium toepast om de geldigheid van een winstuitsluiting (art. 32, 1<sup>ste</sup> lid W.Venn.) te beoordelen, terwijl dat criterium door het Hof van Cassatie is ontwikkeld in gevallen waarin artikel 32, 2<sup>de</sup> lid aan de orde was. Ten tweede omdat het hof, net als het Brusselse hof in zijn arrest van 30 juni 2010<sup>56</sup>, toch, in tegenstelling tot de rechtsleer, belang lijkt te hechten aan het woordje ‘louter’: aangezien het beding niks te maken heeft met de werking van de vennootschap en geen impact op haar heeft, kan het beding ook niet louter het vennootschapsbelang dienen. Op die manier verworpt het hof terecht het beroep dat geïntimeerde wellicht gedaan had op deze ‘rechtvaardigingsgrond’. Maar toch vinden wij het hof hier enerzijds overdreven streng en anderzijds overdreven ingewikkeld in zijn aanpak. Overdreven streng omdat wij het onredelijk vinden te oordelen dat wanneer een clause geen rechtstreekse impact heeft op de vennootschap, zij niet door het vennootschapsbelang kan zijn ingegeven. Het zou moeten volstaan, zoals we eerder aangaven, dat een clause niet strijdig is met het vennootschapsbelang. Maar meer fundamenteel kan het criterium ‘louter ingegeven door het vennootschapsbelang’ zoals ontwikkeld door het Hof van Cassatie volgens ons nooit spelen in verband met artikel 32, lid 1 W.Venn. Een volledige winstuitsluiting kan niet gerechtvaardigd worden doordat zij in het belang van de vennootschap zou zijn: de bedoeling winst onder alle vennoten te verdelen is een essentieel bestanddeel van elke vennootschap, zoniet is de door winstuitsluiting getroffen vennoot niet langer als vennoot te beschouwen<sup>57</sup>.

**28.** Het arrest van 13 oktober 2011 gaat over een meer traditionele materie dan dat van 25 november 2011. Een mevrouw had een groot gedeelte van haar aandelen overgedragen aan een koper en een put-optie op diezelfde koper verworven voor de rest van haar aandelen. Voor 80 van de aandelen die nog moeten overgedragen worden, komt de prijsclause in de optieovereenkomst er op neer dat mevrouw gegarandeerd haar inbreng op de aandelen terug krijgt.

Het Antwerpse hof analyseert de situatie even bondig als overtuigend. De geïntimeerde optieovereenkomst betreft “*enkel de verhouding van verkoper tot koper, niet deze van vennoot tegenover vennoot. Deze overeenkomst doet geen afbreuk aan de vennootschapsovereenkomst (...).*” Inderdaad, de tegenpartij bij het optiecontract was weliswaar een

<sup>56.</sup> Brussel 30 juni 2010, *TRV* 2010, 501, noot C. CLOTTENS

<sup>57.</sup> Wat in vennootschappen met onbeperkte aansprakelijkheid de ontbinding van de vennootschap met zich meebrengt. In vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid bepaalt de wet dat het verboden leeuwenbeding voor niet geschreven wordt gehouden, zodat de getroffen vennoot toch vennoot blijft (zie bv. art. 455 W.Venn. (NV)).

medeaandeelhouder, maar deze tegenpartij was pas medeaandeelhouder geworden naar aanleiding van dezelfde aandelenverkoop door mevrouw die aanleiding had gegeven tot het sluiten van de optieovereenkomst. Met andere woorden, functioneel kon de tegenpartij (appellant) eigenlijk als een derde worden beschouwd, en de put-optie had geen enkele impact op de vennootschapsovereenkomst. Het hof wijst er bovendien op dat mevrouw als begunstigde van de put-optie slechts voor 80% van haar aandelen van een minimumprijs kon genieten. Voor de overige 20% was zij wel degelijk aan de normale risico's van een aandeelhouder blootgesteld,

zodat er ook om die redenen geen sprake kon zijn van een verboden verliesvrijstelling.

Het is vermeldenswaard dat het hof van beroep te Antwerpen hier duidelijk teruggrijpt naar de gedachten uit het *Torraspapel*-arrest, en geen aandacht besteedt aan het 'louter vennootschapsbelang'-criterium uit het cassatiearrest uit 2008. Het hof doet ook geen beroep op de Clevenbergh/Anciaux-achtige redenering, nl. dat zolang de inbrengen niet geraakt worden, verliesvrijstelling geen probleem is, die het nog in zijn arrest van 28 juni 2007<sup>58</sup> had gehanteerd.

---

<sup>58</sup> TRV 2008, 679.