

## Noot

***Het leeuwenbeding: De geldigheid van klassieke portageovereenkomsten en het einde van de causale onafhankelijkheidsleer?***Nico Goossens<sup>1</sup>

Met het arrest van 29 mei 2008 zet het Hof van Cassatie opnieuw een stap in zijn denken rond artikel 32, lid 2 W.Venn.

Sinds de jaren '70 waren een aantal nuttige juridische constructies (zoals de gefaseerde verkoop van aandelen, portageovereenkomsten en, meer algemeen alle *put*- en *call*-opties op aandelen) uitgewerkt in het kader van nieuwe (of herontdekte) financieringstechnieken, in het moeilijke vaarwater terechtgekomen van het principiële verbod om één of meer vennoten uit te sluiten van een bijdrage in de verliezen (art. 32, lid 2 W.Venn.). Er ontstond een ruime consensus dat deze situatie maatschappelijk onwenselijk was. Temeer daar artikel 32, lid 2 W.Venn. een artikel is waarvan zowel de oorsprong als de *ratio legis*<sup>2</sup> eerder onduidelijk zijn. In deze context ontwikkelde de rechtsleer een aantal denkpijlers die een restrictieve benadering van artikel 32, lid 2 W.Venn.<sup>3</sup> voorstaan en onderbouwen. Het initiatief om het verbod op het leeuwenbeding beperkend te interpreteren, vond ook voedingsbodem in de rechtspraak van het Hof van Cassatie.

In zijn arrest van 29 mei 2008 lijkt het Hof van Cassatie deze evolutie verder te zetten en neemt het (voor het eerst) een duidelijk positief standpunt in over de geldigheid van zgn. portageovereenkomsten. In die zin breidt deze uitspraak een vervolg aan het arrest *Torraspapel*<sup>4</sup>, waar het Hof van Cassatie zich reeds had uitgesproken over de geldigheid van een gefaseerde verkoop van aandelen.

Er is echter meer. Opmerkelijk is namelijk dat het Hof van Cassatie zich in het hier besproken arrest baseert op het vennootschapsbelang om tot de geldigheid van de ter discussie staande portageovereenkomst te besluiten. De leer van de causale onafhankelijkheid, die voor het eerst werd geïntroduceerd in het arrest *Torraspapel*, wordt in dit arrest van het Hof van Cassatie niet meer vermeld en lijkt derhalve aan de kant geschoven. In die zin kan dit arrest de voorbode zijn van een trendbreuk in de rechtspraak rond artikel 32, lid 2 W.Venn.

**1. HET GEDING**

De feiten die aan de grondslag liggen van het arrest van het Hof van Cassatie van 29 mei 2008 zijn klassiek: het Participatiefonds, een fonds dat tot doel heeft kleine en middelgrote ondernemingen en zelfstandigen toegang te bieden tot risicodragend kapitaal, verbindt zich in 1987 tot het nemen van een minderheidsparticipatie in de NV Amon-Ra. De overige aandeelhouders verbinden er zich hoofdelijk en ondeelbaar toe via een portageovereenkomst de aandelen van het Participatiefonds volgens een bepaald schema terug te kopen

tegen een prijs die gelijk is aan de aanvangsinvestering van het Participatiefonds verhoogd met een bepaalde interest. Wanneer bij vonnis van 27 mei 1999 de NV Amon-Ra failliet wordt verklaard, eist het Participatiefonds dat de overige aandeelhouders haar aandelen overnemen tegen de vaste terugkoop prijs voorzien in de portageovereenkomst. De overige aandeelhouders wijzen de eis af en werpen op dat het om een leonijnse en dus nietige overeenkomst gaat<sup>5</sup>. Zij voeren immers aan dat het Participatiefonds wordt vrijgesteld

<sup>1</sup> Advocaat te Antwerpen. Met dank aan Michaël Heene.

<sup>2</sup> Hierover: M. COIPEL, "Réflexions sur le 'portage' d'actions au regard de l'article 1855 du Code civil. Le porteur et le lion" (noot onder Brussel 3 december 1986), *R.C.J.B.* 1989, 556-560; P.-A. FORIERS, "Portage et clause léonine", in X. (ed.), *Hommage à Jacques Heenen*, Brussel, Bruylant, 1994, 149-155; T. TILQUIN en V. SIMONART, *Traité des sociétés*, T. I, Brussel, Kluwer Rechtswetenschappen België, 1996, nrs. 564-568; over de *ratio legis*: K. GEENS, *Vennootschapsrecht. Bondige leidraad bij de colleges van 2<sup>de</sup>/3<sup>de</sup> licentie Rechten*, K.U.Leuven, 1998-99, 9. Vgl. eveneens met Nederland waar algemeen wordt aangenomen dat een vennoot kan worden vrijgesteld van de verliesbijdrage (M. WYCKAERT, "Het leeuwenbeding en de bedoeling van de partijen" (noot bij Cass. 5 november 1998), *R. Cass.* 1999, p. 162).

<sup>3</sup> M. FATIMAN, "La promesse unilatérale d'achat d'actions d'une société anonyme belge au regard des articles 1855 du Code civil et 13<sup>ter</sup> de la loi sur les sociétés", *Rev. prat. soc.* 1993, 89-90; P. VAN OMMESLAGHE en X. DIEUX, "Examen de jurisprudence sur les sociétés commerciales", *R.C.J.B.* 1992, 609; M. COIPEL, "Réflexions sur le 'portage' d'actions au regard de l'article 1855 du Code civil. Le porteur et le lion" (noot onder Brussel 3 december 1986), *R.C.J.B.* 1989, nr. 32; O. CLEVENBERGH en A. ANCIAUX, "Les options sur actions, l'obligation pour les associés de contribuer aux pertes et les pactes léonins", *T.B.H.* 2006/10, p. 1003-1018; J. LIEVENS en N. BONNY, "Het verbod van leonijns beding: op zoek naar een houvast", *V&F* 1998, 252; M. WYCKAERT, *Kapitaal in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblio, 1995, nr. 48.

<sup>4</sup> Cass. 5 november 1998 (*Cellulose des Ardennes/Torraspapel*), *J.T.* 1999, 131, concl. De Riemaecker, *V&F* 1999, 38, noot J. LIEVENS en N. BONNY, *R. Cass.* 1999, 162 noot M. WYCKAERT en *Rev. prat. soc.* 1999, nr. 6769, 79, concl. De Riemaecker, noot M. DUPLAT.

<sup>5</sup> Deze noot behandelt enkel de argumentatie aangaande het toepassingsgebied van art. 32, lid 2 W.Venn.

van een bijdrage in de verliezen van de vennootschap omdat het Participatiefonds zijn investering recupereert door het beroep op de verkoopoptie. Derhalve voeren de medeaandeelhouders aan dat de overeenkomst met het Participatiefonds is aangetast door een nietigheid op basis van artikel 32, lid 2 W.Venn.

## De redenering van het hof van beroep

Het arrest van het hof van beroep<sup>6</sup> dat aanleiding heeft gegeven tot het hierboven geciteerde arrest van het Hof van Cassatie, is naar onze mening een treffende illustratie van de moeilijke toepassing van de leer van causale onafhankelijkheid. Het hof van beroep wil de geldigheid van de gemaakte afspraken (dus van de portageovereenkomst) bevestigen, wil zich daarvoor baseren op de leer van de causale onafhankelijkheid, maar komt precies daardoor in een impasse terecht.

Het hof van beroep vangt zijn redenering aan met de stelling dat artikel 32 W.Venn. strikt dient te worden begrepen. Het hof stelt: *“Een beding is slechts strijdig met dit artikel wanneer het er rechtstreeks of onrechtstreeks toe strekt afbreuk te doen aan de vennootschapsovereenkomst. Niet strijdig is de overeenkomst die in de bedoeling van partijen geen verband houdt met de vennootschapsovereenkomst, en die niet beoogt te raken aan de vennootschappelijke evenwichten.”*

In zijn toetsing van de feiten aan hoger vermelde regel stelt het hof verder vast dat *niet ontkend kan worden dat het Participatiefonds, dat aandeelhouder was geworden, niet van plan is te delen in het verlies van de vennootschap*. Maar dat, rekening houdend met de werkelijke bedoeling van de partijen, dit niet strijdig is met artikel 32 W.Venn. Die werkelijke bedoeling van partijen distilleert het hof vervolgens uit de tekst van de overeenkomsten en uit de wettelijke opdracht van het Participatiefonds. Dit brengt het hof van beroep uiteindelijk tot de conclusie dat de portageovereenkomst in wezen bedoeld was *als financieringsoperatie door tijdelijke deelname, en niet als een toetreding van een nieuwe vennoot*. Een overeenkomst waarbij de financier even instapt in een bestaande vennootschap en vervolgens weer uitstapt tegen een vooraf bepaalde prijs is, luidens het hof van beroep, perfect bestaanbaar met de vennootschapsovereenkomst; zij dient het belang van de vennootschap.

Om de geldigheid van portageovereenkomst te bevestigen besloot het hof van beroep de portageovereenkomst te herkwalficeren als een financieringsovereenkomst, nadat was vastgesteld dat er een aandeelhouder werd vrijgesteld van bijdrage in het verlies. Vermits (i) herkwalficatie van overeenkomsten slechts mogelijk is indien de bewoordingen van de overeenkomst onduidelijk zijn<sup>7</sup>, en (ii) portageover-

eenkomsten doorgaans vrij duidelijk zijn over hun voorwerp en de wederzijdse verplichtingen van partijen, komt dergelijke herkwalficatie minstens kunstmatig<sup>8</sup> over.

Bovendien opent deze benadering een andere doos van Pandora, die al even dodelijk is als een breed toepassingsgebied van het leonijns beding voor de techniek van de portageovereenkomst. Kan men een aandeelhouder in een vennootschap lidmaatschapsrechten ontzeggen (of deze beperken) wanneer hij aandeelhouder is krachtens een portageovereenkomst, op basis van het argument dat hij eigenlijk een financier is (of anders een nietige overeenkomst is aangegaan)? Het fundamentele probleem met de herkwalficatie is dat in de eerste plaats partijen betrokken bij financieringsoperaties streven naar maximale rechtszekerheid (met name de afdwingbaarheid van de afspraken zoals opgenomen in het contract). Het feit dat een portageovereenkomst, om geldig te zijn, eerst gedenatureerd moet worden via een spannende, maar onvoorspelbare ontdekkingsreis naar de gemeenschappelijke bedoeling van de partijen, maakt ze ongeschikt voor haar eigen doelstelling. Dat doel is nl. zekerheid verschaffen over een techniek van ondernemingsfinanciering.

## De redenering van het Hof van Cassatie

Het Hof van Cassatie heeft duidelijk hetzelfde behartigenswaardige doel voor ogen als het hof van beroep: de geldigheid van de ter discussie staande overeenkomst vrijwaren. Daarbij slaagt het er wel in de interne contradicties (en de daaruit voortkomende noodzaak tot herkwalficatie en derhalve onzekerheid) te vermijden waarin het hof van beroep was terecht gekomen.

Het Hof van Cassatie vat zijn beoordeling aan met het formuleren van het (nieuw) criterium dat het zal hanteren: *“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, valt niet onder het in artikel 32 van het Wetboek van Vennootschappen bedoelde verbod wanneer deze overeenkomst louter het vennootschapsbelang dient.”*

Bij de verdere toetsing van dit criterium erkent het Hof dat de transactie was bedoeld om de kapitaalstructuur van de vennootschap te versterken en dat de betrokken overeenkomst het vennootschapsbelang diende omdat dit de vennootschap toeliet financiële middelen te verkrijgen tegen gunstigere voorwaarden dan aan marktvoorwaarden. Het Hof van Cassatie resumeert: *“... Op grond van deze vaststellingen oordelen de appelrechters dat de overeenkomst waar-*

<sup>6</sup> Brussel 29 mei 2006, *R.W.* 2007-08, 38, p. 1594.

<sup>7</sup> Cass. 28 januari 1977, *Pas.* 1977, I, p. 584.

<sup>8</sup> Zie ook: D. VAN GERVEN, “Vennootschapsrecht 2007-2008”, *T.R.V.* 2008, nr. 5.

*bij de verweerster met het oog op de behoefte aan financiering tijdelijk toetreedt tot de vennootschap met de uitdrukkelijke bedoeling om vervolgens weer uit te treden, tegen een vooraf bepaalde vergoeding, niet strijdig is met artikel 32 W.Venn. Door aldus te oordelen verantwoordt zij hun beslissing naar recht.”*

Op basis van dit nieuwe distinctief criterium concludeert het Hof van Cassatie dat de ter discussie staande portageovereenkomst geldig is. Het Hof bevestigt in dit arrest uitdrukke-

lijk de geldigheid van de klassieke portageovereenkomst waarbij een financiële partner kapitaal inbrengt in de vennootschap en het daarmee samenhangende ondernemingsrisico beperkt door tegelijk een *putoptie* tegen vaste prijs te bedingen vanwege de medeaandeelhouder. Dergelijke structuur die het eigen vermogen van de vennootschap versterkt door het aantrekken van bijkomend kapitaal is per definitie in het belang van die vennootschap en derhalve, volgens het Hof van Cassatie geldig.

## 2. EEN TRENDBREUK?

Het valt op dat het Hof van Cassatie in het arrest van 29 mei 2008 en dit in tegenstelling tot het hof van beroep, helemaal niet meer verwijst naar de causale onafhankelijkheidsleer.

De leer van de causale onafhankelijkheid stelde als lakmoesproef bij de beoordeling van leonijnse clausules de vraag voorop of de litigieuze overeenkomst of clausule afbreuk doet aan de vennootschapsovereenkomst, dan wel causaal onafhankelijk is van het vennootschapscontract. Indien het niet de bedoeling was van de partijen om door de constructie afbreuk te doen aan de vennootschapsovereenkomst, is de opgestelde constructie, hoewel ze mogelijks tot gevolg heeft dat de vennoot wordt vrijgesteld van een bijdrage in het verlies, niet in strijd met artikel 32, lid 2 W.Venn. Het Hof van Cassatie verwoordde de theorie van de causale onafhankelijkheid voor het eerst in het geciteerde arrest *Torraspapel*. Dit arrest had betrekking op een gefaseerde verkoop van aandelen. Het Hof van Cassatie stelde:

*“Attendu que seule est prohibée la clause qui a pour objet de porter l’atteinte au pacte social visée par l’article 1855, alinéa 2 du Code civil, ou qui, ayant apparemment un autre objet, tend en réalité aux mêmes fins.”*

Zoals een aantal auteurs terecht reeds geruime tijd aanhalen<sup>9</sup>, is het nadeel van dit criterium de verplichte zoektocht naar de werkelijke bedoeling van de partijen en alle daarbij horende moeilijkheden en onvoorspelbaarheid. De rechterlijke toetsing van beweerde leonijnse constructies vindt bovendien doorgaans plaats indien de investering misgelopen is en één partij zich beroept op de afgesproken bescherming (onder vorm van een *putoptie* van inmiddels waarde-loze aandelen) terwijl de andere partij precies de nietigheid van de *putoptie* inroept. Dit zijn geen ideale omstandigheden om naar de oorspronkelijke bedoeling van partijen te gaan peilen.

In de praktijk betekent de leer van de causale onafhankelijkheid dat de auteurs van overeenkomsten met potentieel

leonijnse bedingen zich uitputten in lange preambules om te onderlijnen dat de werkelijke bedoeling van de partijen voor de betrokken overeenkomst causaal volkomen onafhankelijk staat van het vennootschapscontract. Ook dit is kunstmatig. De werkelijke bedoeling van partijen is eenvoudigweg dat zij een portageovereenkomst wensen omwille van de eigen voordelen van de portagetechniek: de vennootschap verkrijgt extra middelen onder vorm van kapitaal. Gedurende de looptijd van de investering heeft de investeerder de vermogens- en de lidmaatschapsrechten van een aandeelhouder en de investeerder is beschermd tegen een mogelijk falen van de onderneming (of zo men wil, is vrijgesteld van een bijdrage in het verlies) door een *putoptie* tegen een vooraf bepaalde prijs op de medeaandeelhouder. De bezwaren die de rechtsleer terecht aanvoerde over de concrete toepassing van de theorie van causale onafhankelijkheid worden bewaarheid in het arrest van het hof van beroep.

In het besproken arrest van het Hof van Cassatie van 29 mei 2008, is de referentie naar de “*causale onafhankelijkheid*”, volledig verdwenen. De nieuwe lakmoesproef voor de geldigheid van portageovereenkomsten lijkt nu het vennootschapsbelang<sup>10</sup>.

Het valt niet met zekerheid uit het arrest af te leiden of de leer van de causale onafhankelijkheid nu definitief verlaten is. In de traditie van het Hof van Cassatie wordt daar niets over gezegd. Allicht zou het ruime bijval opleveren indien het Hof een meer bruikbare theorie (dan deze van de causale onafhankelijkheid) naar voren schuift om de geldigheid van beweerde leonijnse clausules te evalueren.

Is een test op basis van het vennootschapsbelang een meer bruikbaar criterium? Het vennootschapsbelang is een begrip dat ruim kan worden ingevuld en dat concrete aanknopingspunten heeft. Het is alvast positief dat het verbod op leonijnse bedingen zou worden ingeperkt door een ruim begrip als het vennootschapsbelang. Dit leidt dan tot de zeer

<sup>9</sup> M. WYCKAERT, “Het leeuwenbeding en de bedoeling van de partijen” (noot bij Cass. 5 november 1998), *R. Cass.* 1999, p. 166N; T. VLIETINCK, “Leonijnse aantasting van puts en calls: het ijs blijft glad”, *T.R.V.* 2007, afl. 3, 187-191.

<sup>10</sup> M. COIPEL suggereerde reeds om het vennootschapsbelang in overweging te nemen bij de beoordeling van leonijnse constructies. M. COIPEL, “Vers une validation des pactes léonins?”, *R.G.D.C.* 2002, p. 4-14; M. COIPEL, “Les sociétés privées à responsabilité limitée”, *Rép. not.*, T. 12, Livre 4, nr. 17-2, p. 169-171, nr. 159, p. 309-311.

wenselijke verdere beperking van het toepassingsgebied van artikel 32, lid 2 W.Venn.

Anderzijds valt het te betreuren dat het Hof in hetzelfde arrest een formulering hanteert die opnieuw aanleiding kan geven tot onzekerheid. Een overeenkomst valt volgens het Hof van Cassatie immers niet onder het in artikel 32 W.Venn. bedoelde verbod wanneer deze overeenkomst *louter* het vennootschapsbelang dient. Is er dan een verschil tussen het vennootschapsbelang dienen en *louter* het vennootschapsbelang dienen en, zo ja, waarin ligt dan dit verschil?

De feiten van de zaak waarover het Hof zich moest uitspreken brengen ons tot de overtuiging dat een geldige portageovereenkomst *ook*, maar niet *uitsluitend*, in het vennootschapsbelang moet gesloten zijn. Het was immers in het belang van de NV Amon-Ra dat er vers kapitaal onderschreven werd, maar het was *ook* in het belang van het Participatiefonds dat de medeaandeelhouders zich verbonden de aandelen terug te kopen. Dit laatste was allicht doorslaggevend voor het Participatiefonds om in te tekenen op het kapitaal

van de NV Amon-Ra maar staat – op zichzelf beschouwd – los van het *louter* vennootschapsbelang van NV Amon-Ra.

Een andere element dat de idee ondersteunt om het vennootschapsbelang – als nieuw criterium – breed te interpreteren, bestaat uit het bevestigen van wat in het verleden geldig verklaard werd in het licht van artikel 32, lid 2 W.Venn. In het reeds aangehaalde arrest *Torraspapel* verklaarde het Hof van Cassatie een gefaseerde verkoop van aandelen niet strijdig met het verbod op leonijnse constructies. Een gefaseerde verkoop van aandelen is in principe een overeenkomst tussen aandeelhouders, waarbij de vennootschap zelf niet eens betrokken hoeft te zijn. Dient een dergelijke overeenkomst nog (*louter*) het vennootschapsbelang van de emittent? Het antwoord moet positief zijn want een vennootschap heeft vanzelfsprekend belang bij een stabiele, liefst eensgezinde aandeelhoudersbasis. Maar het valt niet te ontkennen dat een portageconstructie waarbij de vennootschap zelf middelen ontvangt, sneller binnen de sfeer van het vennootschapsbelang gerekend zal worden, dan de verder verwijderde transacties tussen aandeelhouders.

### 3. CONCLUSIE

Nadat het Hof van Cassatie zich in 1998 had uitgesproken over de geldigheid van een gefaseerde verkoop van aandelen, bevestigt dit arrest de principiële geldigheid van klassieke portageovereenkomsten. Deze arresten verschaffen in elk geval reeds rechtszekerheid over twee technieken die noodzakelijk zijn in het hedendaags handelsverkeer en de financiering van onze ondernemingen.

Het is immers sterk te betreuren dat artikel 32, lid 2 Venn.W. met een eigen genese en historische context<sup>11</sup>, een bedreiging kan vormen voor de geldigheid van actuele juridische constructies die maatschappelijk wenselijk en nuttig zijn. Over de jaren heen bemerkt men bij rechtspraak en rechtsleer een positieve tendens van beperking van het aantal constructies dat onder het verbod en de bijhorende nietigheid valt. Een blijvend zeer is het verschaffen van een adequaat criterium om een constructie of overeenkomst op haar leonijns karakter te toetsen en derhalve rechtszekerheid te bieden aangaande dit type financieringen.

De leer van de causale onafhankelijkheid biedt niet het noodzakelijk niveau van rechtszekerheid omwille van de onvoorspelbaarheid eigen aan de zoektocht naar de gemeenschappelijke bedoeling van partijen. Het criterium van het ven-

nootschapsbelang, dat in dit arrest naar voren wordt geschoven, kan dit niveau misschien wel halen indien het voldoende breed geïnterpreteerd wordt zodat ook afspraken tussen aandeelhouders (zonder dat de vennootschap zelf daarbij tussenkomt of een onmiddellijk vermogensrechtelijk belang moet kunnen aantonen) in de sfeer van het vennootschapsbelang *sensu lato* vallen en daardoor niet aangetast worden door een potentiële nietigheid.

Het zou jammer zijn indien discussies over het vennootschapsbelang de bakermat worden van hernieuwde onzekerheid rond portage, gefaseerde verkoop en *put-/call* constructies. Er is in het verleden reeds gesuggereerd om de problematiek te laten beëindigen door het optreden van de wetgever. Een andere mogelijkheid bestaat in een interpretatie van artikel 32, lid 2 W.Venn. waarbij enkel bedingen over de deelname in de verliezen van de vennootschap bij de distributie van winsten, reserves of kapitaal (nl. de *gelden of goederen* in de vennootschap ingebracht waarnaar art. 32, lid 2 verwijst) onder het verbod en de nietigheid vallen.

Voor de nabije toekomst kunnen we ons alvast verheugen op een geestdriftig debat over de grenzen van het vennootschapsbelang.

<sup>11</sup> Het weze opgemerkt dat voor het leonijns beding *sensu lato* (d.i. het tweede lid van art. 32) zowel het Romeins recht als het Frans gewoonterecht van vóór de Code civil voorzagen in uitzonderingen, die niet werden overgenomen in de Code civil. Zie hiervoor N. GOOSSENS, "Commentaar bij artikel 32 W.Venn.", in *Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer. Vennootschappen en verenigingen*, Antwerpen, Kluwer, losbladig, 29 augustus 2003.