

## Voorstel van aanpassing van het

### Wetboek van Vennootschappen

#### 1. INLEIDING

- Het Wetboek Vennootschappen en Verenigingen (W.Venn.) is van een complexiteit die soms niet alleen de behoeften van de praktijk overstijgt maar bovendien in de weg staat van een aantal algemeen aanvaarde technieken en overeenkomsten. In een aantal gevallen leidt dat tot permanente rechtsonzekerheid (bijvoorbeeld in verband met het verbod op leonijs beding en de impact daarvan op de rechtsgeldigheid van put en call opties). In andere gevallen, is de *ratio legis* voor bepaalde beperkingen voorbijgestreefd en werden in de praktijk vaak complexe oplossingen gevonden om rond achterhaalde beperkingen heen te werken (bijvoorbeeld de zgn. "*synthetic rights issue*" als alternatief voor een transactie met rechten).
- De ideale oplossing zou o.i. een algemene modernisering van het W. Venn. zijn. Dat riskeert evenwel een bijzonder tijdrovende bezigheid worden, die al snel kan verzanden. Onder het motto "*Don't let the perfect be the enemy of the good*" stellen we voor niet te wachten op die oefening en ons te beperken tot een voorstel van aanpassing van een aantal specifieke artikels van het W. Venn. die in onze praktijkervaring op een onnodige wijze de flexibiliteit van de financieringsinstrumenten en -technieken ter beschikking van onze ondernemingen in de weg staan. Een vlotte toegang tot de financieringsmarkt (privaat of publiek, van Belgische of buitenlandse investeerders), en rechtszekerheid omtrent de instrumenten die daarvoor ter beschikking staan van onze ondernemingen, lijken ons in ieders belang.
- Het gaat meer bepaald om de volgende artikels van het W. Venn.: artikel 32 (verbod leonijs beding), artikel 232 (verbod tot uitgifte van winstbewijzen, warrants en converteerbare obligaties in de BVBA), artikel 320 (verbod tot uitkering van interimdividend in de BVBA), artikel 480 (verplichting om aan aandelen zonder stemrecht een preferent dividend toe te kennen), 491 en 501 (automatisch recht voor houders van converteerbare obligaties en warrants om deze uit te oefenen bij kapitaalverhoging), 500 (verbod op gedwongen uitoefening van warrants en beperking tot een duur van vijf jaar), artikel 492 en 502 (de regels dat converteerbare obligaties en obligaties met warrants uitoefenbaar zijn bij vervroegde terugbetaling), 580 (beperkingen aan het recht voor obligatiehouders om stemafspraken te maken), 590 (procedure inschrijvingsbiljetten), 593 (termijnen "*rights issue*") en 598 (definitie "personeel" bij opheffing van het voorkeurrecht en verbod op korting bij private plaatsingen bij genoteerde ondernemingen).
- Voor elk van de voorgestelde wijzigingen hebben we nagekeken of zij niet strijdig is met de toepasselijke Europese Richtlijnen (dit is immers de grens waarbinnen de Belgische wetgever in elk geval moet blijven). Daarnaast hebben we waar mogelijk nagekeken of en in welke vorm de betrokken beperkende regels bestaan in enkele van de ons omringende landen, met name Frankrijk, Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Een overzicht van onze internationale bevraging en de antwoorden van onze correspondenten is opgelijst in Bijlage 1.

#### 2. ARTIKEL 32 W. VENN

##### 2.1 Huidige tekst

*"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."*

## 2.2 Bespreking

### (a) Ratio legis

De deelname aan winst en verlies van de vennootschap wordt geacht tot het wezen van het vennootschapcontract te behoren. Over het wezen van de vennootschap en de zgn. *affectio societatis* kunnen veel bladzijden gevuld worden. In de praktijk lijkt ons een andere wezenskenmerk, met name de mogelijkheid om een vermogen juridisch af te zonderen met beperking van de aansprakelijkheid van de vennoten relevanter. Dat ziet men in veel groepsvennootschappen waarbij systematisch één aandeel bij een andere groepsvennootschap wordt geparkeerd en men zich ernstige vragen kan stellen over de *affectio societatis*. Door de mogelijkheid om een eenhoofdige BVBA te creëren (artikel 221 B.W.), heeft de wetgever zelf al aangegeven dat het principe van meerhoofdigheid en alle daarvan afgeleide zogenaamde wezenskenmerken van vennootschappen niet heilig zijn.

### (b) Toetsing aan de praktijk

Het verbod op leonijns beding heeft aanleiding gegeven tot een uitgebreide rechtspraak en dito bespreking in de rechtsleer, voornamelijk wat betreft de rechtsgeldigheid van koop- en verkoopopties op effecten (en in het bijzonder aandelen).

Die uitgebreide rechtspraak en rechtsleer geven al aan dat de relevante bepaling in de praktijk blijkbaar problematisch is. Wij kunnen dat bevestigen en zien de problematiek als volgt. Het toekennen van koop- en verkoopopties maakt sinds vele jaren, zowel in België als daarbuiten, deel uit van het instrumentarium dat economische actoren gebruiken om onder mekaar, tegen een conventioneel overeengekomen prijs, baten en risico's te verdelen. Het is een techniek die wordt toegepast in een veelheid van sectoren en met betrekking tot een veelheid van onderliggende activa, zonder dat dat aanleiding geeft tot onzekerheid over de rechtsgeldigheid van de overeenkomst.

Bij de rechtsgeldigheid van opties op aandelen van een Belgische vennootschap dient evenwel steeds een voorbehoud gemaakt worden over de verenigbaarheid met artikel 32 W. Venn. De criteria aangereikt door het Hof van Cassatie bieden geen houvast om *a priori* comfort te geven over de rechtsgeldigheid van een bepaalde optie (en dat is nu net waar investeerders naar op zoek zijn). Zo heeft het Hof van Cassatie in 1998 vooropgesteld dat een optie rechtsgeldig is indien deze overeenkomst "autonoom" is ten aanzien van het vennootschapscontract en dus niet als doel heeft om te raken aan de verhoudingen tussen de aandeelhouders. Het spreekt voor zich dat het achterhalen van de bedoeling van de partijen bij een dergelijke overeenkomst in de praktijk zeer moeilijk is, en dus aanleiding geeft tot rechtsonzekerheid. Recent heeft het Hof van Cassatie een ander criterium naar voren geschoven om dergelijke opties te beoordelen, met name het "vennootschapsbelang". Het betreft hier wederom een onduidelijk en vaag begrip. Hier kan dus eveneens worden geargumenteed dat dit criterium in de praktijk partijen bij dergelijke overeenkomsten in het duister laat over de toelaatbaarheid van dergelijke contracten.

In de praktijk wordt artikel 32 W. Venn. dan ook vooral ingeroepen door partijen die zich, als het hen uitkomt, verschuilen achter de principes van artikel 32 W. Venn. om te ontkomen aan eerder gemaakte afspraken of hun aansprakelijkheid daarvoor te verminderen.

### (c) Europese Richtlijnen en de positie in het buitenland

Er bestaan geen Europese Richtlijnen omtrent de geldigheid van opties op aandelen.

In geen van de landen die we onderzocht hebben, bestaat er enige rechtsonzekerheid over de geldigheid van opties op aandelen.

### **2.3 Voorstel van aanpassing**

*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.*

*Dit artikel beperkt op generlei wijze de rechtsgeldigheid van koopopties of verkoopopties op effecten van vennootschappen.*

## **3. ARTIKEL 232 W.VENN**

### **3.1 Huidige tekst**

*In een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid kunnen er zowel aandelen als obligaties bestaan.*

*Deze effecten zijn op naam. Zij zijn voorzien van een volgnummer.*

*Winstbewijzen, die het kapitaal niet vertegenwoordigen, warrants of converteerbare obligaties mogen niet worden uitgegeven.*

### **3.2 Bespreking**

#### **(a) Ratio legis**

De twee wezenskenmerken van de BVBA zijn de beperkte aansprakelijkheid van haar aandeelhouders en haar *intuitu personae* (of persoonsgebonden) karakter. Het concept beperkte aansprakelijkheid spreekt voor zich. Het *intuitu personae* karakter van de BVBA vloeit voort uit het feit dat het een personenvennootschap is, oorspronkelijk in 1935 in het Belgische vennootschapsrecht ingevoerd om een platform te bieden aan personen die hun activiteit en een deel van hun activa in een vennootschap wilden inbrengen vanuit een wederzijds vertrouwen in elkaars persoon. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat opeenvolgende wetwijzigingen het persoonsgebonden karakter van de BVBA steeds verder hebben uitgehold.

Vanuit deze optiek valt te verklaren dat in een BVBA onder meer geen aandelen aan toonder uitgegeven mogen worden, dat zij geen publiek beroep op het spaarwezen mag doen en dat de overdraagbaarheid van haar aandelen aan wettelijke (of statutaire) beperkingen onderworpen is.

Oorspronkelijk was het een BVBA zelfs verboden obligaties uit te geven. Hierop is de wetgever achteraf teruggekomen, gelet op de grote inflexibiliteit die dit met zich meebracht. Via de uitgifte van obligaties kan een BVBA nu dus derde partijen, die niet deelnemen in haar kapitaal, bij haar werking betrekken.

Winstbewijzen, warrants en converteerbare obligaties kunnen echter nog steeds niet worden uitgegeven door een BVBA:

- de uitgifte van winstbewijzen door een BVBA werd in 1935 verboden om te vermijden dat bepaalde personen die vreemd zouden zijn aan de werking van een BVBA allerlei instrumenten

- zouden verkrijgen die hen het recht zouden toekennen om winsten aan de BVBA te onttrekken; en
- de uitgifte van converteerbare obligaties en warrants door een BVBA werd in 1991 verboden omdat dit "strijdig zou zijn met het persoonsgebonden karakter van de BVBA".

Het is niet de bedoeling van deze bijdrage om afbreuk te doen aan het *intuitu personae* karakter van de BVBA. Het toelaten van de uitgifte van winstbewijzen, warrants en converteerbare obligaties is o.i. evenwel niet strijdig met het persoonsgebonden karakter van de BVBA, indien hun overdraagbaarheid op dezelfde wijze wordt beperkt als de overdraagbaarheid van de aandelen. De controle van de vennoten over het aandeelhouderschap blijft immers een belangrijk kenmerk van de BVBA. Op deze wijze blijft de bevoegdheid om te beslissen over de overdraagbaarheid van deze effecten immers bij de vennoten (via hun bevoegdheid om een beperkte vrije overdraagbaarheid toe te laten in de statuten of via hun bevoegdheid om de overdraagbaarheid geval per geval al dan niet toe te laten).

(b) Toetsing aan de praktijk

De onmogelijkheid om in een BVBA winstbewijzen, warrants en converteerbare obligaties uit te geven, verhindert de BVBA in de praktijk om bepaalde investeerders op een flexibele manier bij haar werking te betrekken.

In de praktijk tracht men via allerlei contractuele mechanismen het verbod op de uitgifte van dergelijke effecten te omzeilen, wat rechtsonzekerheid creëert.

(c) Europese Richtlijnen en de positie in het buitenland

Er bestaan geen Europese Richtlijnen omtrent een verbod op de uitgifte van winstbewijzen, warrants of converteerbare obligaties in een BVBA.

### 3.3 Voorstel van aanpassing

- (a) *In een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid kunnen er aandelen, winstbewijzen, obligaties en warrants bestaan.*

*Deze effecten zijn op naam. Zij zijn voorzien van een volgnummer.*

~~*Winstbewijzen, die het kapitaal niet vertegenwoordigen, warrants of converteerbare obligaties mogen niet worden uitgegeven.*~~

- (b) Ingevolge deze aanpassingen, dienen uiteraard andere bepalingen overeenkomstig te worden aangepast/ingevoegd in het W.Venn.:
- (i) Invoeging van nieuwe artikelen in het W.Venn. die *mutatis mutandis* gelijk zijn aan artikel 483 W.Venn (winstbewijzen), artikelen 489 – 492 W.Venn. (converteerbare obligaties), artikelen 496 – 502 W.Venn (warrants), art. 591 W.Venn.;
  - (ii) Invoeging van nieuwe artikelen in het W.Venn. met betrekking tot beperkingen op de overdraagbaarheid van winstbewijzen, warrant en converteerbare obligaties.
- (c) Aanpassing van artikel 242 W.Venn. (met betrekking tot de certificering van aandelen), artikelen 268, 269, 271 en 283 W.Venn. (met betrekking tot de bijeenroeping van en deelname

aan de algemene vergadering), artikel 302 W.Venn. (inzake kapitaalverhogingen), art. 309 W.Venn. (inzake het voorkeurrecht), art. 340 W.Venn. (inzake de uitredingsregeling).

#### **4. ARTIKEL 320 W.VENN**

##### **4.1 Huidige tekst**

*§ 1. Geen uitkering mag geschieden indien op de datum van afsluiting van het laatste boekjaar het nettoactief, zoals dat blijkt uit de jaarrekening, is gedaald of ten gevolge van de uitkering zou dalen beneden het bedrag van het gestorte of, indien dit hoger is, van het opgevraagde kapitaal, vermeerderd met alle reserves die volgens de wet of de statuten niet mogen worden uitgekeerd.*

*Onder nettoactief moet worden verstaan: het totaalbedrag van de activa zoals dat blijkt uit de balans, verminderd met de voorzieningen en schulden.*

*Voor de uitkering van dividenden en tantièmes mag het eigen vermogen niet omvatten: 1° het nog niet afgeschreven bedrag van de kosten van oprichting en uitbreiding;*

*2° behoudens in uitzonderingsgevallen, te vermelden en te motiveren in de toelichting bij de jaarrekening, het nog niet afgeschreven bedrag van de kosten van onderzoek en ontwikkeling.*

*§ 2. Elke uitkering die in strijd is met § 1 moet door degenen aan wie de uitkering is verricht, worden terugbetaald indien de vennootschap bewijst dat zij wisten dat de uitkering te hunnen gunste in strijd met de voorschriften was of daarvan, gezien de omstandigheden, niet onkundig konden zijn.*

##### **4.2 Bespreking**

###### **(a) Ratio legis**

Ingevolge de Europese Richtlijn 77/91/EEG werd de wetgeving inzake de uitkering van interimdividenden door de wet van 5 december 1984 aangepast. In de memorie van toelichting van deze wet werd reeds expliciet overwogen om de mogelijkheid tot uitkering van interimdividenden voor BVBA's te voorzien:

*"Het werd echter nuttig geacht in het ontwerp de toepassing van sommige bepalingen tot de P.V.B.A. uit te breiden, zoals het verbod om dividenden uit te keren wanneer het netto-actief onvoldoende is en de mogelijkheid om interimdividenden uit te keren".*

Uiteindelijk werd echter besloten om niet in een regeling inzake de uitkering van interimdividenden voor BVBA's te voorzien, omdat het "interimdividend uitdrukkelijk bedoeld is om spaargeld te trekken naar ondernemingen waarvan de aandelen ter beurse zijn genoteerd". Een BVBA kan niet ter beurse genoteerd zijn, en er is dus geen nood aan een regeling inzake interimdividenden, zo was de redenering.

Het moge duidelijk wezen dat een dergelijke motivering niet meer actueel is. Interimdividenden worden tegenwoordig uitgekeerd in alle naamloze vennootschappen, of deze nu beursgenoteerd zijn of niet. De mogelijkheid om interimdividenden uit te keren, beantwoordt immers aan een nood binnen bepaalde vennootschappen om reeds tijdens het boekjaar bepaalde middelen uit te keren aan de aandeelhouders. Het is ons bovendien niet duidelijk waarom vennoten van een BVBA (in tegenstelling tot de aandeelhouders in een NV) niet zouden mogen genieten van de mogelijkheid om tijdens het boekjaar interimdividenden uit te keren, op voorwaarde uiteraard dat de regels die bij naamloze vennootschappen

het eigen vermogen van de vennootschap beschermen (overgenomen uit de Richtlijn 77/91/EEG), ook bij de BVBA worden gerespecteerd.

(b) Toetsing aan de praktijk

In de rechtspraak wordt artikel 618 W.Venn. (dat de raad van bestuur van een naamloze vennootschap toelaat onder bepaalde voorwaarden interimdividenden uit te keren) niet van toepassing geacht op BVBA's. Dit werd onder andere onderstreept door het Hof van Beroep van Gent.

In de praktijk lijkt de uitkering van interimdividenden in BVBA's, ondanks het ontbreken van een specifieke regelgeving, echter ingeburgerd. De uitkering van interimdividend beantwoordt onder meer in vennootschapsgroepen vaak aan bepaalde financiële noden binnen de groep om ook tijdens het boekjaar reeds tot bepaalde uitkeringen van middelen over te gaan. In het kader van een uitkering van een interimdividend wordt steeds zo dicht mogelijk aangeleund bij de voorwaarden die artikel 618 W.Venn. aan dergelijke uitkeringen in naamloze vennootschappen oplegt.

Dergelijke uitkeringen brengen, wegens het ontbreken van een wettelijke grondslag, echter heel wat rechtsonzekerheid met zich mee, niet in de laatste plaats voor de zaakvoerders die tot een dergelijke uitkering zouden overgaan (er bestaat discussie over welk orgaan tot een dergelijke uitkering zou kunnen overgaan). Zij blijven immers in het ongewisse over hun mogelijke aansprakelijkheid, ook al respecteren zij identiek dezelfde voorwaarden voor de uitkering als die toepasselijk op een naamloze vennootschap. Een aanpassing van het W.Venn. dringt zich dan ook op.

(c) Europese Richtlijnen en de positie in het buitenland

De Europese Richtlijn 77/91/EEG (de Tweede Richtlijn) regelt de uitkering van voorschotten op dividend als volgt:

*"Wanneer de wet van een Lid-Staat toestaat voorschotten op dividend uit te keren, dan dienen ten minste de volgende voorwaarden te worden gesteld :*

*a ) er moeten tussentijdse cijfers omtrent het vermogen worden opgesteld, waaruit blijkt dat de voor de uitkering beschikbare gelden toereikend zijn ;*

*b ) het uit te keren bedrag mag niet hoger zijn dan het bedrag van de resultaten die zijn behaald sedert het einde van het laatste boekjaar waarover de jaarrekening is vastgesteld, verhoogd met de overgebrachte winst en niet de onttrekkingen uit hiertoe beschikbare reserves, en verminderd met het overgebrachte verlies en met de krachtens wet of statuten te reserveren bedragen ."*

De Tweede Richtlijn verplicht noch verbiedt Lidstaten om de uitkering van voorschotten op dividend (of interimdividenden) toe te laten. De Tweede Richtlijn is trouwens enkel van toepassing op naamloze vennootschappen, zo leren wij uit artikel 1.1, ook al heeft de Belgische wetgever bepaalde principes uit deze Richtlijn van toepassing gemaakt op de BVBA.

Er bestaan dus geen Europese Richtlijnen omtrent een verbod op de uitkering van een interimdividend in een BVBA.

### 4.3 Voorstel van aanpassing

Invoeging van een nieuw artikel 320bis W.Venn.:

*Bij de statuten kan aan het bestuursorgaan de bevoegdheid worden verleend om op het resultaat van het boekjaar een interimdividend uit te keren.*

*Deze uitkering mag alleen geschieden op de winst van het lopende boekjaar, in voorkomend geval verminderd met het overgedragen verlies of vermeerderd met de overgedragen winst, zonder onttrekking aan de reserves die volgens een wettelijke of statutaire bepaling zijn of moeten worden gevormd.*

*Daarenboven mag tot deze uitkering slechts worden overgegaan nadat het bestuursorgaan aan de hand van een staat van activa en passiva die door de commissaris is nagezien, heeft vastgesteld dat de winst, bepaald overeenkomstig het tweede lid, voldoende is om een interimdividend uit te keren.*

*Het verificatieverslag van de commissaris wordt gevoegd bij zijn jaarlijks verslag.*

*Het besluit van het bestuursorgaan om een interimdividend uit te keren, mag niet later worden genomen dan twee maanden na de dag waarop de staat van activa en passiva is opgesteld.*

*Tot uitkering mag niet eerder worden besloten dan zes maanden na de afsluiting van het voorgaande boekjaar en nadat de jaarrekening over dat boekjaar is goedgekeurd.*

*Na een eerste interimdividend mag tot een nieuwe uitkering niet worden besloten dan drie maanden na het besluit over het eerste interimdividend.*

*Indien de interimdividenden het bedrag te boven gaan van het later door de algemene vergadering vastgestelde jaardividend, wordt het meerdere beschouwd als een voorschot op het volgende dividend.*

Invoeging van een nieuw artikel 347, 5° W.Venn.:

*Met geldboete van vijftig [euro] tot tienduizend [euro] worden gestraft en met gevangenisstraf van één maand tot een jaar kunnen bovendien worden gestraft:*

*[...]*

*5° de zaakvoerders die het voorschrift van artikel 320bis W.Venn. overtreden.*

De voorstelde verduidelijking zou mutatis mutandis ook kunnen voorzien worden voor CVBA's.

## **5. ARTIKEL 480 W.VENN**

### **5.1 Huidige tekst**

*In geval van uitgifte van aandelen zonder stemrecht:*

*1° mogen zij niet meer dan één derde van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen;*

*2° moeten zij in geval van uitkeerbare winst in de zin van artikel 617 recht geven op een preferent en, behoudens andersluidende bepaling in de statuten, [overdraagbaar] dividend waarvan het bedrag wordt vastgesteld bij de uitgifte, alsmede op een recht in de uitkering van het winstoverschot, waarvan het bedrag niet lager mag zijn dan dat uitgekeerd aan de houders van aandelen met stemrecht;*

*3° moeten zij een voorrecht verlenen op de terugbetaling van de kapitaalbreng, in voorkomend geval vermeerderd met de uitgiftepremie, alsook een recht bij de uitkering van het na vereffening overblijvende saldo, waarvan het bedrag niet lager mag zijn dan dat uitgekeerd aan de houders van aandelen met stemrecht.*

## **5.2 Bespreking**

### **(a) Ratio legis**

De mogelijkheid om aandelen zonder stemrecht in naamloze vennootschappen uit te geven werd door de wet van 18 juli 1991 in het Belgische vennootschapsrecht ingeschreven, onder meer om aan deze vennootschappen een techniek ter beschikking te stellen die erop gericht is de stabiliteit van de onderneming te waarborgen en hen de mogelijkheid te bieden om kapitaalsverhogingen door te voeren zonder weerslag op de aandeelhoudersstructuur. Dergelijke beweegredenen zijn uiteraard perfect verdedigbaar.

Als tegenprestatie voor het ontbreken van stemrecht werd onder mee bepaald dat aan deze aandelen onder andere een bevoorrecht dividend toekomt. In tegenstelling tot wat in een vroeger ontwerp tot wijziging van het vennootschapsrecht werd voorzien, bepaalt het huidige artikel 480 W.Venn. echter niets over de minimum hoogte van dit dividend, noch over enig minimumpercentage dat het bevoorrecht dividend dient te weerspiegelen. Het preferent dividend kan met andere woorden bijna verwaarloosbaar zijn, op voorwaarde dat het preferent karakter wordt behouden.

De beperking van het aantal aandelen zonder stemrecht tot één derde van het maatschappelijk kapitaal van een naamloze vennootschap werd voorzien vanuit de bezorgdheid van de wetgever om de omvang van het 'stille kapitaal' (maw de aandelen zonder stemrecht) tot een 'redelijk peil' te beperken.

### **(b) Toetsing aan de praktijk**

Het komt ons voor dat het verplicht toekennen van een preferent dividend niet meer relevant is. Uiteraard moet de vennootschap het recht behouden om in een preferent dividend te voorzien voor aandelen zonder stemrecht, om aldus deze aandelen indien nodig aantrekkelijker te maken voor potentiële investeerders (men denke bijvoorbeeld aan bepaalde leden van het management die op deze wijze zouden kunnen deelnemen in het kapitaal van een vennootschap, zonder echter bij de effectieve controle over de vennootschap betrokken te zijn). Het feit dat het preferent karakter van deze aandelen verplicht wordt opgelegd, past o.i. niet langer in een gemoderniseerd vennootschapsrecht. Het feit dat noch in Frankrijk, noch in het Verenigd Koninkrijk, noch in Nederland (waar een wetsvoorstel ontrent de invoering van aandelen zonder stemrecht in het vennootschapsrecht hangende is), een dergelijk preferent dividend wordt opgelegd, sterkt ons in onze analyse.

Een toetsing aan de praktijk leert ons dat de beperking van het aantal aandelen zonder stemrecht tot één derde van het maatschappelijk kapitaal, verhindert dat bepaalde vennootschappen die een uitgifte van aandelen zonder stemrecht om uiteenlopende redenen overwegen, effectief tot uitgifte ervan overgaan. In de ons omringende landen blijkt deze beperking bovendien niet (of in beperktere mate te bestaan). Zo voorziet de Franse wetgeving dat in niet-genoteerde vennootschappen waar dit type van aandelen kan worden uitgegeven, tot 50% van het maatschappelijk kapitaal uit aandelen zonder stemrecht kan bestaan. Dit geldt eveneens in Duitsland. In Nederland (waar een wetsvoorstel ontrent de invoering van aandelen zonder stemrecht in het vennootschapsrecht hangende is) en het Verenigd Koninkrijk geldt een dergelijke beperking zelfs niet.

### **(c) Europese Richtlijnen en de positie in het buitenland**

Er bestaan geen Europese Richtlijnen omtrent die beperkingen opleggen in het kader van de uitgifte van aandelen zonder stemrecht.

### 5.3 Voorstel van aanpassing

*In geval van uitgifte van aandelen zonder stemrecht:*

1° *mogen zij niet meer dan ~~één derde~~ de helft van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen;*

2° *~~moeten~~ kunnen zij in geval van uitkeerbare winst in de zin van artikel 617 recht geven op een preferent en, behoudens andersluidende bepaling in de statuten, [overdraagbaar] dividend waarvan het bedrag wordt vastgesteld bij de uitgifte, alsmede op een recht in de uitkering van het winstoverschot, waarvan het bedrag niet lager mag zijn dan dat uitgekeerd aan de houders van aandelen met stemrecht;*

3° *~~moeten~~ kunnen zij een voorrecht verlenen op de terugbetaling van de kapitaalbreng, in voorkomend geval vermeerderd met de uitgiftepremie, alsook een recht bij de uitkering van het na vereffening overblijvende saldo, waarvan het bedrag niet lager mag zijn dan dat uitgekeerd aan de houders van aandelen met stemrecht.*

## 6. ARTIKEL 491 EN 501, TWEEDE LID W.VENN.

### 6.1 Huidige tekst

Art. 491: *In geval van verhoging van het maatschappelijk kapitaal door inbreng in geld, kunnen de houders van converteerbare obligaties de conversie van hun effecten verkrijgen, niettegenstaande enige hiermee strijdige bepaling in de statuten of in de voorwaarden van uitgifte en eventueel als aandeelhouder deelnemen aan de nieuwe uitgifte, voor zover de oude aandeelhouders dit recht bezitten.*

Artikel 501, § 2: *In geval van verhoging van het maatschappelijk kapitaal door inbreng in geld, kunnen de warranthouders hun warrant uitoefenen, niettegenstaande enige hiermee strijdige bepaling in de statuten of in de voorwaarden van uitgifte en eventueel als aandeelhouder deelnemen aan de nieuwe uitgifte, voor zover de oude aandeelhouders dit recht bezitten.*

### 6.2 Bespreking

#### (a) Ratio legis

De artikels 491 W. Venn. en 501, § 2 W. Venn. (oorspronkelijk artikel 101 sexies Venn. W.) werden bij invoering krachtens de Wet van 23 juli 1962 gezien als een versoepeling ten aanzien van de strikte regel uiteengezet in de artikels 490 en 501, § 1 W. Venn. (oorspronkelijk artikel 101 quinquies Venn. W.) dewelke stelt dat, vanaf het moment van uitgifte van converteerbare obligaties respectievelijk warrants, de vennootschap door geen enkele verrichting de voordelen mag verminderen die de voorwaarden van uitgifte of de wet toekennen aan de houders van deze effecten.

Krachtens de artikels 491 W. Venn. en 501, § 2 W. Venn werd de uitgevende vennootschap immers toegelaten om over te gaan tot een verhoging van het maatschappelijk kapitaal. Teneinde de effectenhouder te beschermen tegen een mogelijke waardevermindering van zijn conversie-respectievelijk uitoefeningsrecht ingevolge dergelijke kapitaalsverhoging, werd het noodzakelijk geacht deze het recht te verschaffen om over te gaan tot conversie respectievelijk uitoefening van zijn effecten, zonder dat in de statuten of de uitgiftevoorwaarden daarvan kan afgeweken worden.

(b) Toetsing aan de praktijk

Wij zijn van mening dat deze dwingende beschermingsregel haar doeleinde voorbij schiet en in bepaalde gevallen zelfs afbreuk doet aan de mogelijkheid om de effecten als investeringsmiddel aan te wenden.

De bescherming die een houder van converteerbare obligaties respectievelijk warrants krachtens deze wettelijke bepalingen verkrijgt is immers relatief: enkel in de mate de houder ervoor opteert om zijn effect te converteren respectievelijk uit te oefenen, kan hij het risico vermijden om verwaterd te worden. In de praktijk is het uitoefenen van dit recht echter niet steeds positief voor de effectenhouder – zo kan op moment van conversie respectievelijk uitoefening de intrinsieke waarde van de onderliggende aandelen lager zijn dan de conversie- respectievelijk uitoefeningsprijs. In de praktijk wordt dit mogelijk negatief effect daarom op heden reeds vaak opgevangen door het opnemen van zogenaamde antiverwateringsclausules in de uitgiftevoorwaarden van de effecten.

Het wordt verder ervaren dat het absoluut uitoefeningsrecht van warranthouders onverenigbaar is met de ratio en modaliteiten van incentiviseringsprogramma's ten aanzien van het management en/of de werknemers van een vennootschap. Deze hebben immers tot doel het uitoefeningsrecht van de warranthouder te verbinden aan het behalen van bepaalde doelstellingen of het zich voordoen van bepaalde gebeurtenissen en worden bijgevolg ondergraven door de wettelijke regeling.

In navolging van bovenstaande dient o.i. een volkomen contractuele vrijheid toegestaan te worden in de uitgiftevoorwaarden van de effecten, waarin de effectenhouder voor hem adequate beschermingsmaatregelen kan overeenkomen met de vennootschap, zonder dat partijen in deze beperkt of verplicht worden door dwingende regels.

(c) Europese Richtlijnen en de positie in het buitenland

Er bestaan geen Europese Richtlijnen die een automatisch conversie- respectievelijk uitoefeningsrecht opleggen bij het doorvoeren van een verhoging van het maatschappelijk kapitaal en de regel bestaat in geen van landen waar we de juridische situatie geverifieerd hebben.

(d) Voorstel van aanpassing

*Art. 491: In geval van verhoging van het maatschappelijk kapitaal door inbreng in geld, kunnen de houders van converteerbare obligaties de conversie van hun effecten verkrijgen, ~~niettegenstaande~~ onverminderd enige hiermee strijdige bepaling in de statuten of in de voorwaarden van uitgifte en eventueel als aandeelhouder deelnemen aan de nieuwe uitgifte, voor zover de oude aandeelhouders dit recht bezitten.*

*Artikel 501, § 2: In geval van verhoging van het maatschappelijk kapitaal door inbreng in geld, kunnen de warranthouders hun warrant uitoefenen, ~~niettegenstaande~~ onverminderd enige hiermee strijdige bepaling in de statuten of in de voorwaarden van uitgifte en eventueel als aandeelhouder deelnemen aan de nieuwe uitgifte, voor zover de oude aandeelhouders dit recht bezitten.*

## **7. ARTIKEL 593 W.VENN**

### **7.1 Huidige tekst**

*Het voorkeurrecht kan worden uitgeoefend gedurende een termijn van ten minste vijftien dagen te rekenen van de dag van de openstelling van de inschrijving. Die termijn wordt bepaald door de algemene vergadering of, wanneer tot verhoging wordt besloten in het kader van het toegestane kapitaal, door de raad van bestuur.*

*De uitgifte met voorkeurrecht en het tijdvak waarin dat kan worden uitgeoefend, worden aangekondigd in een bericht dat, ten minste acht dagen vóór de openstelling, in de Bijlagen bij het Belgisch Staatsblad wordt geplaatst, alsmede in een landelijk verspreid blad en in een blad uit de streek waar de vennootschap haar zetel heeft. Dit bericht kan vervallen, wanneer alle aandelen van de vennootschap op naam zijn gesteld. Alsdan wordt de inhoud ervan bij aangetekende brief ter kennis gebracht van de aandeelhouders.*

*De bekendmaking van dat bericht of de mededeling van de inhoud ervan aan de houders van aandelen op naam houden op zichzelf niet in dat een openbaar beroep wordt gedaan op het spaarwezen.*

*Het voorkeurrecht is verhandelbaar gedurende de gehele inschrijvingstijd, zonder dat aan die verhandelbaarheid andere beperkingen kunnen worden gesteld dan die welke van toepassing zijn op het effect waaraan het recht is verbonden.*

### **7.2 Bespreking**

#### **(a) Ratio legis**

Overeenkomstig art. 593 W.Venn. dient een publieke kapitaalverhoging te worden aangekondigd ten minste acht dagen voor opstelling van het aanbod. Het aanbod zelf dient gedurende ten minste 15 dagen vanaf het begin van de inschrijvingsperiode open te blijven. Deze bepaling werd ingevoerd in het Belgische vennootschappenrecht door de wet van 5 december 1984.

In de voorbereidende werken kan men lezen kan de termijn van 15 dagen als een relatief korte inschrijvingstermijn werd beschouwd, die werd verantwoord door het feit dat de aandeelhouders reeds acht dagen voor de aanvang van de inschrijvingsperiode dienden te worden geïnformeerd.

#### **(b) Toetsing aan de praktijk**

Op dit moment is een Belgische genoteerde vennootschap die een publieke uitgifte met voorkeurrecht wenst door te voeren, omwille van deze bepaling gedurende 23 dagen blootgesteld aan de grillen van de beurs. Zoals hieronder vermeld is dit in lange termijn in vergelijking met de ons omringende landen. De veelvuldige ontwikkelingen op het gebied van elektronische communicatie, publicatie van persberichten op de website, informatieverwerving via het internet, etc hebben er immers toe geleid dat aandeelhouders in vergelijking met 30 jaar geleden (toen deze bepaling in het vennootschapsrecht werd opgenomen) veel sneller geïnformeerd worden over een geplande kapitaalverhoging. Op dit moment kunnen, gelet op deze ontwikkeling, aandeelhouders op een veel kortere periode kennis nemen van een aanbod en de nodige informatie om zich een getrouw beeld van de kapitaaloperatie te vormen. O.i. is de periode van 23 dagen dan ook niet meer aangepast aan de marktrealiteit. Een verkorting van deze periode, uiteraard binnen de grenzen van de toepasselijke Europese regelgeving, zou Belgische vennootschappen toelaten flexibeler en op kortere termijn in te spelen op marktopportunities die zich voordoen, zonder gedurende een overdreven lange termijn blootgesteld te worden aan de markt. De praktische relevantie van de aankondigingsperiode van 8 dagen lijkt ons op dit moment zeer beperkt,

zoniet onbestaande te zijn en leidt er zelfs toe dat vennootschappen in bepaalde gevallen eerder een beroep zullen doen op een private plaatsing dan een publieke operatie, hetgeen vanuit het oogpunt van de belegger niet toe te juichen valt.

(c) Europese Richtlijnen en de positie in het buitenland

Indien men naar de ons omringende landen kijkt, merkt men op dat de termijn van 8 + 15 dagen relatief lang is in vergelijking met de in die landen geldende wetgeving. Zo volstaat het in de UK dat een publiek aanbod openblijft gedurende een termijn van 10 werkdagen. In Frankrijk volstaat het dat de inschrijvingsperiode openblijft gedurende een periode van 5 beursdagen, op voorwaarde dat het aanbod wordt afgesloten na een termijn van minstens 14 dagen na de aankondiging ervan. In Duitsland tenslotte dient de inschrijvingsperiode open te blijven gedurende een periode van twee weken, waarbij de aankondiging in principe op de dag van of voor opening van het aanbod kan plaatsvinden.

In de ons omringende landen is de minimale inschrijvingsperiode dus korter. In al deze landen wordt echter rekening gehouden met de minimale inschrijvingsduur voorgeschreven door de Europese wetgever:

art. 29/3 Richtlijn 77/91/EEG: "*Uitgiften met voorkeurrecht alsmede de termijn waarbinnen van dit recht gebruik moet worden gemaakt, worden bekendgemaakt in het nationaal publicatieblad dat is aangewezen overeenkomstig Richtlijn 68/151/EEG. De wetgeving van een Lid-Staat behoeft deze bekendmaking evenwel niet voor te schrijven wanneer alle aandelen van de vennootschap op naam zijn gesteld. In dat geval moeten alle aandeelhouders schriftelijk in kennis worden gesteld. Het voorkeurrecht moet worden uitgeoefend binnen een termijn van ten minste 14 dagen na de datum van bekendmaking van het aanbod of van de toezending van de brieven aan de aandeelhouders.*"

### 7.3 Voorstel van aanpassing

*Het voorkeurrecht kan worden uitgeoefend gedurende een termijn van ten minste vijftien dagen te rekenen van de dag van de openstelling van de inschrijving. Die termijn wordt bepaald door de algemene vergadering of, wanneer tot verhoging wordt besloten in het kader van het toegestane kapitaal, door de raad van bestuur.*

*De uitgifte met voorkeurrecht en het tijdvak waarin dat kan worden uitgeoefend, worden aangekondigd in een bericht dat, ten minste ~~één~~ één ~~dagen~~ vóór de openstelling, in de Bijlagen bij het Belgisch Staatsblad wordt geplaatst, alsmede in een landelijk verspreid blad en in een blad uit de streek waar de vennootschap haar zetel heeft. Dit bericht kan vervallen, wanneer alle aandelen van de vennootschap op naam zijn gesteld. Alsdan wordt de inhoud ervan bij aangetekende brief ter kennis gebracht van de aandeelhouders.*

*De bekendmaking van dat bericht of de mededeling van de inhoud ervan aan de houders van aandelen op naam houden op zichzelf niet in dat een openbaar beroep wordt gedaan op het spaarwezen.*

*Het voorkeurrecht is verhandelbaar gedurende de gehele inschrijvingstijd, zonder dat aan die verhandelbaarheid andere beperkingen kunnen worden gesteld dan die welke van toepassing zijn op het effect waaraan het recht is verbonden.*

## 8. ARTIKEL 500 W.VENN

### 8.1 Huidige tekst

*"Indien de uitgifte van warrants in hoofdzaak is bestemd voor één of meerdere bepaalde personen andere dan de leden van het personeel van hun vennootschap of één of meer dochtervennootschappen, dan mag de warrant de duur van vijf jaar vanaf zijn uitgifte niet te boven gaan. Daarenboven zijn de bepalingen die zijn opgenomen in de uitgiftevoorwaarden en die beogen de houders van warrants ertoe te dwingen ze uit te oefenen, nietig.*

*De aandelen waarop tijdens het verloop van een openbaar overnamebod is ingeschreven als gevolg van een dergelijke uitgifte van warrants, moeten op naam zijn gesteld en mogen gedurende twaalf maanden niet worden overgedragen."*

### 8.2 Bespreking

#### (a) Ratio legis

De uitgifte van naakte warrants met de opheffing van voorkeurrecht ten voordele van bepaalde personen werd door de wetgever beschouwd als een beschermingsmaatregel voor de controlerende aandeelhoudersgroep. Daarom heeft de wetgever geoordeeld dat de periode voor de uitoefening van de warrants moest worden beperkt tot een 'redelijke termijn' (vijf jaar) en dat de uitoefening van de rechten niet mocht afhangen van een verzoek van de raad van bestuur van de emittent. De juridische onafhankelijkheid van de warranthouders tegenover de emittent vond men des te belangrijker omdat de verrichting betrekking heeft op fracties van het kapitaal die niet de onmiddellijke vastlegging van middelen vereisen.

#### (b) Toetsing aan de praktijk

In de praktijk worden warrants vaak gebruikt door niet-genoteerde vennootschappen en voor andere doeleinden dan bescherming tegen een openbaar overnamebod, bijvoorbeeld als prijsaanpassingsmechanisme of in combinatie met een obligatie als alternatief financieringsmechanisme voor een converteerbare obligatie.

Men kan in de praktijk andere, contractuele constructies opzetten waarmee het verbod op gedwongen uitoefening kan worden omzeild. Er wordt ook aanvaard dat automatisch of reverse converteerbare obligaties (m.a.w. obligaties die op termijn van zelf of op initiatief van de emittent converteren) wel kunnen.

Het verbod op gedwongen uitoefening en de beperking van de duur tot vijf jaar maakt de uitgifte van obligaties cum warrant op dat vlak minder aantrekkelijk en flexibel dan de uitgifte van converteerbare obligaties.

#### (c) Europese Richtlijnen en de positie in het buitenland

Er bestaan geen Europese Richtlijnen omtrent de maximum duur of een verbod op gedwongen uitoefening van warrants. [VERGELIJKING LANDEN TOEVOEGEN]

### 8.3 Voorstel van aanpassing

~~"Indien de uitgifte van warrants in hoofdzaak is bestemd voor één of meerdere bepaalde personen andere dan de leden van het personeel van hun vennootschap of één of meer dochtervennootschappen, dan mag de warrant de duur van vijf jaar vanaf zijn uitgifte niet te boven gaan. Daarenboven zijn De bepalingen die zijn opgenomen in de uitgiftevoorwaarden en die beogen de houders van warrants ertoe te dwingen ze uit te oefenen in het kader van een openbaar overnamebod zijn nietig.~~

*De aandelen waarop tijdens het verloop van een openbaar overnamebod is ingeschreven als gevolg van een dergelijke uitgifte van warrants, moeten op naam zijn gesteld en mogen gedurende twaalf maanden niet worden overgedragen."*

## 9. ARTIKEL 580 W.VENN

### 9.1 Huidige tekst

*"§1. Overeenkomsten tussen obligatiehouders kunnen de uitoefening van het stemrecht regelen. Deze overeenkomsten moeten in de tijd beperkt zijn en steeds verantwoord zijn op grond van het belang van de vennootschap.*

*Nietig zijn evenwel :*

*1° overeenkomsten die strijdig zijn met de bepalingen van dit Wetboek of met het belang van de vennootschap;*

*2° overeenkomsten waarbij een obligatiehouder zich ertoe verbindt te stemmen overeenkomstig de richtlijnen van de vennootschap, van een dochtervennootschap of nog van een van de organen van die vennootschappen;*

*3° overeenkomsten waarbij een obligatiehouder zich tegenover diezelfde vennootschappen of diezelfde organen verbindt om de voorstellen van de organen van de vennootschap goed te keuren.*

*§2. Overeenkomsten tussen obligatiehouders die strijdig zijn met de artikelen 510 en 511 zijn nietig.*

*§3. Stemmen uitgebracht tijdens een algemene vergadering op grond van overeenkomsten bedoeld in § 1, tweede lid, en § 2, zijn nietig. Die stemmen brengen de nietigheid mee van de genomen beslissingen, tenzij zij geen enkele invloed hebben gehad op de geldigheid van de gehouden stemming. De vordering tot nietigverklaring verjaart na verloop van zes maanden te rekenen van de stemming."*

### 9.2 Bespreking

#### (a) Ratio legis

Deze tekst is overgenomen van de bepaling inzake de algemene vergadering van aandeelhouders.

De vergadering van obligatiehouders is evenwel geen orgaan van de vennootschap en neemt geen beslissingen voor rekening van de vennootschap. Het is louter een forum voor een bepaalde categorie van schuldeisers. De belangen van de obligatiehouders kunnen afwijken van de belangen van de vennootschap. De analogie met de regels inzake stemafspraken tussen aandeelhouders is niet alleen zinloos, maar ook ongepast.

### **9.3 Voorstel van aanpassing**

*Voorstel om artikel 580 te schrappen.*

## **10. ARTIKEL 590 W.VENN**

### **10.1 Huidige tekst**

*" Wanneer het kapitaal verhoogd wordt bij openbare inschrijving, vermeldt de akte die de totstandkoming van de kapitaalverhoging vaststelt, het aantal ter vertegenwoordiging van die verhoging uitgegeven nieuwe aandelen en bevat de door de commissaris gewaarmerkte staat van de geplaatste inschrijvingen.*

*De inschrijvingsbiljetten worden opgemaakt in tweevoud en vermelden :*

*1° het maatschappelijk kapitaal en het aantal aandelen;*

*2° de storting, op elk aandeel, van ten minste een vierde van het bedrag waarvoor is ingeschreven of de verbintenis deze storting te doen uiterlijk bij de definitieve verhoging van het kapitaal."*

### **10.2 Bespreking**

(a) Ratio legis

[aanvullen]

(b) Toetsing aan de praktijk

In de praktijk worden er geen papieren inschrijvingsbiljetten meer opgesteld en gebeuren de orders elektronisch via de begeleidende banken.

(c) Europese Richtlijnen en de positie in het buitenland

Er bestaan geen Europese Richtlijnen omtrent het opmaken van papieren inschrijvingsbiljetten.

### **10.3 Voorstel van aanpassing**

*Voorstel om de tweede paragraaf te schrappen.*

**Bijlage 1 – Overzicht internationale bevraging**