

VENNOOTSCHAPSKAPITAAL EN SCHULDEISERS

Eerder verschenen in de Reeks Instituut Financieel Recht:

1. Hans De Wulf, *Taak en loyaleitsplicht van het bestuur in de naamloze vennootschap*, 2002, xxxvi + 910 p.
2. Reinhard Steennot, *Elektronisch betalingsverkeer*, 2002, xxxviii + 751 p.
3. Michel Tison, Cathy Van Acker, Jan Cerfontaine (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten, Volume I, Privaat bankrecht, Ondernemingsrecht, Insolventierecht*, 2003, x + 548 p.
4. Michel Tison, Cathy Van Acker, Jan Cerfontaine (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten, Volume II, Financiële transacties, Financiële markten, Prudentieel recht*, 2003, x + 510 p.
5. Guy Schrans en Reinhard Steennot, *Algemeen deel van het financieel recht*, 2003, xxii + 484 p.
6. Michel Tison (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, 2007, vi + 440 p.
7. Ingrid De Poorter, *Controle van financiële verslaggeving: revisoraal en overheidstoezicht*, 2007, xxiv + 572 p.
8. Reinhard Steennot, *Handboek consumentenbescherming en handelspraktijken*, 2007, xxvi + 628 p.
9. Hans De Wulf en Christoph Van der Elst, *De Belgische overnamewetgeving na de hervorming van 2007*, 2008, xviii + 420 p.
10. Lientje Van den Steen, *De effectenrekening*, 2009, xxxiv + 844 p.
11. Veerle De Vuyst, *Internal governance bij financiële conglomeraten*, 2010, xxxviii + 738 p.
12. Reinhard Steennot, Filip Bogaert, Diederik Bruloot en Delphine Goens, *Wet Marktpraktijken*, 2010, xii + 226 p.
13. Sarah De Geyter, *Organisatieaansprakelijkheid*, 2012, xxiii + 531 p.
14. Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, 2012, xxviii + 814 p.
15. Filip Bogaert, *Overdracht van kredietrisico*, 2013, xvi + 549 p.
16. Eveline Hellebuyck, *Hedge funds*, 2014, xxiv + 480 p.



REEKS INSTITUUT FINANCIEEL RECHT, nr. 17

Het Instituut Financieel Recht – Financial Law Institute werd in 1990 als onderzoekscentrum binnen de Faculteit Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Gent opgericht. Het Instituut streeft ernaar om vooraanstaand wetenschappelijk onderzoek en expertise te ontwikkelen en uit te dragen in het financieel recht in de ruime zin, onder meer door de organisatie van colloquia, het stimuleren van doctoraats-onderzoek en de medewerking aan onderzoeksprojecten.

Naast deze publicatiereeks, lanceerde het Instituut eveneens in 1999 een Working Paper Series, dat een deel van de onderzoeksoutput via Internet beschikbaar stelt. Meer informatie over de doelstellingen, werking en leden van het Instituut Financieel Recht is terug te vinden op de internetsite van het Instituut:

www.law.Ugent.be/fli

FACULTAIRE UITGAVENREEKS GANDAIUS

De naam Gandaius bundelt een verscheidenheid aan boeken, alle geschreven door professoren, assistenten en onderzoekers van de Gentse rechtsfaculteit.

www.gandaius.ugent.be

VENNOOTSCHAPSKAPITAAL EN SCHULDEISERS

Een onderzoek naar de effectiviteit
van de (Europese) kapitaalregelen
en alternatieve technieken van
schuldeisersbescherming

Diederik BRULOOT

Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van schuldeisersbescherming

Diederik Bruloot

© 2014 Intersentia
Antwerpen – Cambridge
www.intersentia.be

ISBN 978-94-000-0458-0
D/2014/7849/43
NUR 827



Alle rechten voorbehouden. Behoudens uitdrukkelijk bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van de uitgever.

VOORWOORD

Diederik Bruloot heeft met het voorliggende werk, dat de bewerking vormt van een doctoraal proefschrift dat hij eind juni 2012 aan de UGent met succes verdedigde (met beide ondergetekenden als promotor), een belangrijke bijdrage geleverd aan het debat over zin en onzin van vennootschapskapitaal als schuldeisersbeschermingstechniek. Zijn boek zal praktizijnen in even hoge mate bevredigen als academici.

De regels over kapitaalvorming en kapitaalbescherming vormen een hoeksteen van het Europese vennootschapsrecht, zeker sinds de regels binnen de EU grotendeels geharmoniseerd en daardoor ook gebetonneerd werden door de Tweede Richtlijn. Bij de omzetting van die Richtlijn in nationaal recht werden haar voorschriften in veel landen, waaronder België, niet alleen op de NV toepasselijk gemaakt, maar ook, zonder dat de Richtlijn daartoe verplichtte, op de BVBA en met vertraging zelfs voor een groot stuk op de CVBA. Het kapitaal – een boekhoudkundig begrip waarvan de implicaties niet steeds gemakkelijk uit te leggen zijn aan beginnende vennootschapsstudenten – heeft, zo zegt men, een schuldeiserbeschermende functie. Men bedoelt daar onder meer mee dat de omvang van het kapitaal een impact heeft op de beschikkingsvrijheid van de vennootschapsorganen over de activa, meer bepaald op de vrijheid om dividenden uit te keren. De fundamentele regel uit artikel 15 Tweede Richtlijn verplicht in de EU gevestigde NV's kort gezegd om hun winsten eerst aan te wenden om uit het verleden overgedragen verliezen te compenseren; pas wanneer dat gebeurd is, mag uit de resterende winst een dividend uitgekeerd worden. Sommigen zullen deze regel, die in België in artikel 617 W.Venn. vervat ligt, als vanzelfsprekend beschouwen. Nochtans geldt hij niet in de VS, waar “nimble dividends” toegelaten zijn: in een staat als Delaware mag men, voor zover een zorgvuldig bestuur van de vennootschap er zich niet tegen verzet, dividenden uitkeren uit de lopende winst van het boekjaar, ook al zijn er overgedragen verliezen uit vorige boekjaren. De zogenaamde “balanstest” die in artikel 15 Tweede Richtlijn vervat ligt, is vervolgens doorgedrongen in verschillende andere regels, bv. de voorschriften inzake inkoop van eigen aandelen en de regels over financiële bijstand (voor inkoop of financial assistance mag de vennootschap alleen liquiditeiten aanwenden die ze ook als dividend had kunnen uitkeren volgens art. 15).

De regels over minimumkapitaal, over kapitaalvorming (geen kapitaalaandelen in ruil voor inbrengen van nijverheid!) en de uitkeringsbepalingen illustreren allemaal het grote belang dat in het Europese vennootschapsrecht traditioneel aan schuldeisersbescherming wordt gehecht. Het feit dat de meeste vennootschappen zich traditioneel via banken financierden, is daar ongetwijfeld niet vreemd aan.

Maar is dit imposante juridische bouwwerk wel efficiënt? Beschermt het schuldeisers? En zo ja, tegen welke prijs, m.a.w. maakt het nuttige transacties niet onnodig duur tot zelfs onmogelijk? Europese academici, die vaststelden dat men in de VS geen gelijkaardige regels meer kende, stelden zich de vraag al enige jaren. De kritische geluiden die zij lieten horen, vonden pas echt weerklank nadat het *Centros*-arrest van het Hof van Justitie er de aandacht op getrokken had dat het Verenigd Koninkrijk, nochtans een EU-lidstaat, de Tweede Richtlijn niet tot zijn BVBA's (Ltds.) had uitgebreid, zodat die met een kapitaal van 1 pond opgericht kunnen worden. Dit opende een "vluchtroute", waarvan tienduizenden continentaal-Europese ondernemers gebruikmaakten, door een Britse Ltd. op te richten maar al hun activiteiten op het vasteland te concentreren. Meerdere wetgevers reageerden door hun eigen wetgeving aan te passen en een *light* versie van de BVBA, met verwaarloosbaar minimumkapitaal, te creëren. Ook België ondernam met de S-BVBA een weinig geslaagde poging in die richting.

Ook de Commissie schoot wakker: Diederik begon aan zijn doctorale werkzaamheden kort voor de Europese Commissie een studie bij KPMG bestelde over de opportuniteit van de Tweede Richtlijn. Gelukkig voor hem waren de resultaten weinigzeggend en bevatte het onderzoek weinig hervormingsvoorstellen, zodat het gras niet voor Diederiks voeten werd weggemaaid. De hervormingsrichtlijn uit 2006 voerde eerder bescheiden wijzigingen door, die niettemin op een gebied als financiële bijstand (art. 629 W.Venn.) belangrijke praktische implicaties hadden. In dit proefschrift vindt men de grondigste bespreking die beschikbaar is van de wetwijziging die dit in België teweegbracht.

Zoals gezegd, zijn grote delen van het proefschrift ook voor advocaten, bedrijfsjuristen en andere praktizijnen van groot nut bij hun dagelijkse besommingen. We willen bijvoorbeeld wijzen op de bespreking van de problematiek van de interimdividenden, waarop Bruloot een verfrissende kijk biedt. Ook de Starters-BVBA wordt grondig onder handen genomen. Voor de commerciële editie van zijn proefschrift heeft Diederik tevens de recentere verregaande hervorming van het Nederlandse BV-recht aan een grondige analyse onderworpen.

De academische meerwaarde van dit proefschrift ligt nochtans in de analyse van de efficiëntie van de voorschriften van de Tweede Richtlijn. Diederik Bruloot heeft onderzocht of het niet zou volstaan om schuldeisers aan zelfhulp te laten

doen via contractuele beschermingsmechanismen, en wat de nuttige rol kan zijn van bestuursplichten en daarbij horende aansprakelijkheid. Tenslotte is dat wat de Amerikanen in essentie gedaan hebben: rigide kapitaalvormings- en beschermingsregels afgeschaft, en vervangen door een veel meer *open-ended* en daardoor flexibelere regeling die erop neerkomt dat bestuurders aansprakelijk kunnen worden gehouden wanneer zij verrichtingen goedkeuren waarvan ze moeten weten dat die de terugbetaling van de schuldeisers in het gedrang brengen, de liquiditeitspositie van de vennootschap aantasten, of waarbij de bestuurders geplaagd worden door belangenconflicten die kunnen leiden tot hun eigen verrijking ten nadele van de vennootschap en haar schuldeisers.

De resultaten van dit onderzoek zijn genuanceerd. De voormalige doctorandus besluit weliswaar dat de Wijzigingsrichtlijn uit 2006 grotendeels een maat voor niets is geweest en de zaken alleen maar ingewikkelder heeft gemaakt, maar is tegelijk van oordeel dat veel voorschriften uit de Tweede Richtlijn wel degelijk nuttig zijn. Ondanks de vloedgolf aan literatuur die tijdens zijn doctorale werkzaamheden verscheen, komt hij tot een origineel voorstel, waarbij de traditionele balanstest, die nogal op het verleden gericht is, wordt vervangen door een liquiditeitstoets – geïnspireerd door buitenlandse reeds bestaande voorbeelden, maar toch op een eigen manier vormgegeven, aangevuld met een eigen versie van een balanstest.

Wij zijn van oordeel dat het Nationaal Centrum voor Vennootschapsrecht – een groep Belgische vennootschapsrechtprofessoren die voorstellen voor een algehele hervorming van het Wetboek van Vennootschappen voorbereiden en in 2014 wereldkundig zullen maken – erg nuttige inspiratie zou kunnen vinden in de voorstellen van Diederik Bruloot.

Niettemin, welk systeem van kapitaalbescherming men ook uitwerkt, een volledige schuldeisersbescherming is illusoir. Wanbetaling is een permanent onderdeel van het commerciële leven en een risico dat men moet incalculeren.

Hans De Wulf en Eddy Wymeersch
Gent, januari 2014

DANKWOORD

Dit boek vormt de commerciële uitgave van het proefschrift dat ik op 28 juni 2012 met het oog op het behalen van de graad van doctor in de rechten met succes mocht verdedigen aan de Universiteit Gent. De herinneringen aan die bloedhete zomerdag zijn nog bijzonder levendig. Nooit tevoren werden mijn zenuwen – die zich nochtans niet zo gauw van de wijs laten brengen – zo op de proef gesteld. De genoegdoening achteraf was daarmee echter gelukkig ook recht evenredig. Bij de publicatie van deze commerciële editie van mijn proefschrift houd ik eraan de leden van mijn examenjury, de professoren Theo Raaijmakers, Herman Braeckmans, Piet Taelman en Michel Maus, andermaal zeer oprecht te bedanken. Dat de lectuur van deze tekst de nodige inspanning vraagt, heb ik bij de voorbereiding van deze commerciële uitgave zelf mogen ondervinden. Bovendien hebben hun vragen en suggesties mij op een aantal punten aangezet tot verdere reflectie. Ik kijk ernaar uit om met hen ook nog eens in een meer ongedwongen sfeer daarover van gedachten te kunnen wisselen.

Bijzondere dank ben ik verschuldigd aan mijn promotoren, de professoren Hans De Wulf en Eddy Wymeersch. Het is in geen enkel opzicht overdreven om te stellen dat dit boek er zonder hen niet zou zijn geweest. Hans De Wulf was de man die ervoor zorgde dat ik na mijn rechtenstudies als FWO-aspirant aan de slag kon gaan (en naderhand ook blijven), terwijl Eddy Wymeersch met zijn onnavolgbare geschriften mij met de vraag naar de zin en de onzin van het maatschappelijk kapitaal bij een intrigerend onderzoeksdomein bracht. Ik voel mij bevoorrecht onder het promotorschap van dit duo aan een doctoraat te hebben mogen werken. Hun inspanningen gingen verder dan vrijblijvende raadgevingen of suggesties. Teksten werden nauwgezet en kritisch nagelezen, en ideeën en methodes bijwijlen ook wel eens uitgedaagd, maar steeds in een constructieve en – waarschijnlijk voor iedere jonge onderzoeker zó belangrijke – vertrouwen gevende sfeer. Mijn bewondering en dankbaarheid ten aanzien van deze twee mensen zijn bijzonder groot en veel van hun raadgevingen zullen mij altijd bijblijven.

Waar de publieke verdediging van mijn doctoraat ongetwijfeld het hoogtepunt was van het onderzoekstraject dat ik de voorbije acht jaar heb afgelegd, is de publicatie van deze commerciële editie het orgelpunt. *“To get to the essence of things one must work long and hard”*. De woorden worden aan Vincent van Gogh toegeschreven, maar zouden ook van zovele anderen afkomstig kunnen zijn (niet

in het minst van mijn promotoren). Met dit onderzoek van de regelen inzake vennootschapskapitaal en alternatieve technieken van schuldeisersbescherming is het inderdaad net zo geweest. Gelukkig heb ik het traject van vallen en opstaan, van werken en herwerken, van kauwen en herkauwen, dat ik met de publicatie van dit boek mag afsluiten, in optimale omstandigheden mogen afleggen. Op de vakgroep economisch recht werd ik omringd door een fijne groep collega's, waarvan sommigen zonder meer vrienden zijn geworden. Ik kreeg er de tijd en de ruimte om rijper te worden, steeds weer nieuwe kennis te vergaren en inhoudelijk ook af en toe een zijsprong te maken. Bijzonder goede herinneringen houd ik in dat opzicht over aan de jaren die ik als assistent van Professor Cathy Van Acker mocht werken, aan de lessen die ik mocht verzorgen in de opleiding Handelswetenschappen van de HoGent en aan de publicaties die ik, buiten de contouren van mijn doctoraatsonderzoek, samen met enkele collega's kon maken.

Deze vrucht van mijn arbeid van de afgelopen jaren draag ik graag op aan mijn naasten. In de eerste plaats aan mijn ouders, voor wie mijn respect en bewondering grenzeloos zijn. Daarnaast ook aan mijn echtgenote aan wie ik zo veel dankbaarheid verschuldigd ben voor alle materiële en morele hulp die zij mij door de jaren heeft geboden, dat zelfs het volume van dit boek niet zou volstaan om deze uit te drukken. Jullie aan wie ik dit boek opdraag, zijn de oorzaak van het enthousiasme en de gretigheid waarmee ik mijn (professionele) toekomst tegemoet kijk.

Oxford, 23 september 2013

LIJST VAN AFGEKORTE WETGEVING*

Eerste Richtlijn

Richtl. Parl. en Raad EG nr. 2009/101, 16 september 2009 strekkende tot het coördineren van de waarborgen, welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van de tweede alinea van artikel 48 van het Verdrag, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden, zulks teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken, *Pb.L.* 1 oktober 2009, afl. 258, 11.

IAS-Verordening

Verordening Parl. en Raad EG nr. 1606/2002, 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen, *Pb.L.* 11 september 2002, afl. 243, 1.

Insolventieverordening

Verordening Raad EG nr. 1346/2000, 29 mei 2000 betreffende insolventieprocedures, *Pb.L.* 30 juni 2000, afl. 160, 1.

Jaarrekeningenrichtlijn

Richtl. Parl. en Raad EU nr. 2013/34, 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, tot wijziging van Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad, *Pb.L.* 29 juni 2013, afl. 182, 19.

Micro-entiteitenrichtlijn

Richtl. Parl. en Raad EU nr. 2012/6, 14 maart 2012 tot wijziging van Richtlijn 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen wat micro-entiteiten betreft, *Pb.L.* 21 maart 2012, afl. 81, 3.

MiFID

Richtl. Parl. en Raad EG 2004/39, 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en

* In alfabetische volgorde.

houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 145, 1.

Moderniseringsrichtlijn

Richtl. Parl. en Raad EG nr. 2003/51, 18 juni 2003 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG, 83/349/EEG, 86/635/EEG en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, banken en andere financiële instellingen, en verzekeringsondernemingen, *Pb.L.* 17 juli 2003, afl. 178, 16.

Richtlijn Marktmisbruik

Richtl. Parl. en Raad EG nr. 2003/6, 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie, *Pb.L.* 12 april 2003, afl. 96, 16.

Transparantierichtlijn

Richtl. Parl. en Raad EG nr. 2004/109, 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2004, afl. 390, 38.

Tweede Moderniseringsrichtlijn

Richtl. Parl. en Raad EG nr. 2006/46, 14 juni 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, 83/349/EEG van de Raad betreffende de geconsolideerde jaarrekening, 86/635/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen en 91/674/EEG van de Raad betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van verzekeringsondernemingen, *Pb.L.* 16 augustus 2006, afl. 224, 1.

Tweede Richtlijn 1976

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

Tweede Richtlijn (2012)

Richtlijn Parl. en Raad EU nr. 2012/30, 25 oktober 2012 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 54, tweede alinea, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, om de belangen te beschermen zowel van de

deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken (herschikking), *Pb.L.* 14 november 2012, afl. 315, 74.

Verordening Marktmisbruik

Verordening Comm. EG nr. 2273/2003, 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/06/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft, *Pb.L.* 22 december 2003, afl. 336, 33.

Vierde Richtlijn

Vierde Richtlijn van de Raad nr. 78/660/EEG, 25 juli 1978 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g), van het Verdrag betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen, *Pb.L.* 14 augustus 1978, afl. 222, 11.

Werkelijke Waarde Richtlijn

Richtl. Parl. en Raad EG nr. 2001/65, 27 september 2001 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG, 83/349/EEG en 86/635/EEG met betrekking tot de waarderingsregels voor de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen evenals van banken en andere financiële instellingen, *Pb.L.* 27 oktober 2001, afl. 283, 28.

Wijzigingsrichtlijn

Richtl. Parl. en Raad EG nr. 2006/68, 6 september 2006 tot wijziging van Richtl. Raad E.G. nr. 77/91, met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhoudingen en wijziging van haar kapitaal, *Pb.L.* 25 september 2006, afl. 264, 32.

Zevende Richtlijn

Zevende Richtl. Raad EG nr. 83/349, 13 juni 1983 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g) van het Verdrag betreffende de geconsolideerde jaarrekening, *Pb.L.* 18 juli 1983, afl. 193, 1.

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	v
<i>Dankwoord</i>	ix
<i>Lijst van afgekorte wetgeving</i>	xi

Algemene inleiding	1
---------------------------------	---

1. Opzet van het boek.....	1
2. Situering.....	1
3. Afbakening van het onderzoek.....	4
4. Onderzoeksvragen en methodologie.....	5

DEEL I.

DE KAPITAALREGELEN UIT DE TWEEDE RICHTLIJN ALS MIDDEL TER BESCHERMING VAN VENNOOTSCHAPSSCHULDEISERS: EEN ANALYSE VANUIT EFFECTIVITEITSOOGPUNT

Hoofdstuk 1.

Situering van de te onderzoeken voorschriften	9
--	---

Afdeling 1. Het Europese kapitaalconcept.....	9
---	---

§ 1. Begripsomschrijving.....	10
-------------------------------	----

§ 2. Functies.....	13
--------------------	----

A. Schuldeisersbescherming.....	13
---------------------------------	----

1. Kapitaal als toegangsregulator.....	13
--	----

2. Bufferfunctie van het kapitaal.....	15
--	----

3. Kapitaal als uitkeringsregulator.....	16
--	----

B. Ten aanzien van de aandeelhouders.....	17
---	----

1. Verdeelsleutel aandeelhoudersrechten.....	18
--	----

2. Bescherming van (minderheids)aandeelhouders.....	19
---	----

Afdeling 2. Historiek van de Europese kapitaalregelen.....	21
--	----

§ 1. Van 1850 tot 1976: nationaal recht.....	21
--	----

§ 2. Na 1976: Tweede Richtlijn, Wijzigingsrichtlijn, <i>feasibility study</i> en herschikking.....	24
---	----

Afdeling 3. De Tweede Richtlijn: algemene beginselen.....	30
---	----

§ 1. Beknopt overzicht van de inhoud van de Tweede Richtlijn.....	30
---	----

§ 2. Omzetting van de Tweede Richtlijn en de Wijzigingsrichtlijn in nationaal recht	33
§ 3. Toepassingsgebied en strekking van de Tweede Richtlijn	37
§ 4. Doelstellingen van de Tweede Richtlijn	41

Hoofdstuk 2.

De schuldeisersbeschermende bepalingen uit de Tweede Richtlijn	47
---	-----------

Afdeling 1. De regelen inzake kapitaalvorming	48
---	----

§ 1. Minimumkapitaal	48
A. De richtlijnbe­paling en haar omzetting	48
B. Het minimumkapitaal als toegangsregulator	51
C. Een toereikend kapitaal-vereiste als alternatief	53
1. De Belgische benadering	53
2. Beperkingen en suggesties ter verbetering	56
a) Algemeen	56
b) “Kennelijk” ontoereikend	57
c) Beoordelingstijdstip en beperkingen in de tijd	59
d) Rechtsvergelijkend perspectief	60
D. Andere functies van het minimumkapitaal	61
1. Basis voor de bufferfunctie van het kapitaal	61
2. Bijdragen tot de signaalfunctie van het kapitaal	65
E. Besluit	67
§ 2. Realiteit kapitaal	67
A. Volstortingsregels	68
1. 25%-regel	68
2. Natura-inbrengen	69
3. Uitgiftepremies	70
4. Analyse	70
B. Verbod op de uitgifte van aandelen onder pari	72
C. Verbod om op eigen aandelen in te schrijven	76
1. Rechtstreeks	76
2. Via dochtervennootschappen	77
D. Tussenbesluit	80
E. Inbreng in natura	81
1. Oorspronkelijke richtlijnbe­palingen en hun ratio	82
2. Voornaamste kritieken en bedenkingen	84
a) Hinderlijk en kostenintensief	84
b) Beperkte effectiviteit	87
3. Wijzigingsrichtlijn 2006	89
a) Situering	89
b) De inbreng van effecten en geldmarktinstrumenten	91
c) De inbreng werd reeds gewaardeerd	96

d)	De waarde van de inbreng blijkt uit een jaarrekening	102
e)	Begeleidende maatregelen	105
i.	Herwaardering i.g.v. uitzonderlijke of nieuwe bijzondere omstandigheden	105
ii.	Actierecht minderheidsaandeelhouders	107
iii.	Openbaarmakingsverplichtingen.	110
iv.	Handhaving	111
f)	Evaluatie wijzigingen	113
4.	Alternatieve benaderingen	116
a)	Nood aan een specifieke regeling inzake natura- inbrengen?	116
b)	Inbreng van nijverheid.	121
5.	Besluit	124
§ 3.	Conclusies inzake kapitaalvorming.	126
Afdeling 2.	De regelen inzake kapitaalbehoud	130
§ 1.	De uitkering van dividenden	131
A.	Belang en situering	131
B.	Richtlijnbepalingen.	135
1.	Nettoactief- en winsttest	135
2.	Aanvullende voorschriften	140
3.	Interimdividenden en tussentijdse winstuitkeringen.	143
a)	Richtlijnbepalings en Belgische omzetting	143
b)	Analyse van de twistpunten naar Belgisch recht.	145
C.	Het bufferconcept	150
1.	De kapitaalbuffer is onaangepast	150
2.	De invloed van het traditionele Europese boekhoudrecht.	154
D.	Het kapitaal als uitkeringsregulator.	157
1.	Beperkingen van de jaarrekening	158
a)	Overzicht	158
b)	Belgisch en Nederlands perspectief.	160
2.	Andere kritieken	163
E.	De impact van de IAS/IFRS-boekhoudstandaarden.	165
1.	De IAS-Verordening.	165
2.	Probleemstelling	169
a)	Overzicht	169
b)	Het wegvallen van de ondersteunende functie van de Vierde Richtlijn.	170
c)	Andere belangrijke inhoudelijke verschillen	173
d)	Geen eenduidige impact	176
e)	De modernisering van de Vierde Richtlijn.	179
3.	Mogelijke benaderingen van de problematiek	182
a)	Behoud van het traditionele Vierde Richtlijnmodel als berekenningsbasis	183

b)	Gecorrigeerd IFRS-model als berekeningsbasis	185
i.	Overzicht	185
ii.	Concrete aanpak in enkele lidstaten	186
iii.	Bedenkingen	188
c)	Ongewijzigd IFRS-model als berekeningsbasis	190
d)	Wijzigingen op het vlak van de uitkeringsbeperkingen als alternatief	193
F.	Besluit	193
§ 2.	De inkoop van eigen aandelen	197
A.	Begrip, risico's en belang	197
B.	Richtlijnbepalingen en hun omzetting	202
1.	Basisvoorwaarden	203
a)	Nettoactiefest	203
b)	Uitsluitend volgestorte aandelen	205
c)	Machtiging door de algemene vergadering	206
d)	Gelijke behandeling van aandeelhouders	207
e)	Regelen inzake marktmisbruik	211
2.	Optionele voorwaarden	214
a)	Procentuele drempel	215
b)	Andere optionele voorwaarden	218
3.	Verplichtingen na een inkooptransactie	221
4.	Sanctionering	223
5.	Uitzonderingen	225
C.	Bedenkingen vanuit effectiviteitsoogpunt	227
1.	M.b.t. de doelstellingen eigen aan de reglementering uit de Tweede Richtlijn	227
2.	M.b.t. de doelstellingen eigen aan elke reglementering inzake inkooptransacties	229
D.	Besluit	233
§ 3.	Financiële bijstand	234
A.	Situering	234
B.	Toepassingsgebied	235
1.	Algemeen	235
2.	Uitzonderingen	239
C.	Het "oude" verbod op het verlenen van financiële bijstand	241
1.	Principe en ratio	241
2.	Nationaal recht en vennootschapspraktijk	246
a)	Alternatieve LBO-constructies	246
b)	Problemen	251
c)	Oplossingen uit het nationale recht (<i>safe harbours</i>)	256
3.	Bedenkingen vanuit effectiviteitsoogpunt	258

D.	Wijzigingsrichtlijn: het nieuwe regime inzake toegelaten steunverlening	262
1.	Overzicht	262
2.	Ratio en verschilpunten met het Commissievoorstel uit 2004	266
3.	Omzetting van de Wijzigingsrichtlijn in de lidstaten	268
4.	Strijdige belangen	273
a)	Overzicht	273
b)	Billijke marktvoorwaarden	275
c)	Billijke prijs	277
d)	Adequate waarborgen	278
5.	De bescherming van (minderheids)aandeelhouders.	279
a)	Machtiging algemene vergadering.	280
b)	Rapport van het bestuursorgaan	281
6.	Schuldeisersbescherming.	284
a)	Overzicht	284
b)	Solvabiliteitsrisico.	285
i)	Onderzoek kredietwaardigheid	285
ii)	Nettoactiefest	287
iii)	Toepassingsproblemen nettoactiefest.	289
c)	Liquiditeitsrisico.	293
7.	Sanctionering.	294
E.	Besluit	296
1.	M.b.t. het verbod op het verlenen van financiële bijstand	296
2.	M.b.t. het nieuwe regime inzake toegelaten steunverlening	298
§ 4.	In pand nemen van eigen aandelen	302
A.	Ratio	302
B.	Richtlijnbe­paling en omzetting	303
C.	Bedenkingen vanuit effectiviteitsoogpunt	308
§ 5.	Kapitaalvermindering	310
A.	Richtlijnbe­palingen en hun ratio	310
1.	Overzicht	310
2.	Reële kapitaalvermindering	313
3.	Formele kapitaalvermindering.	318
3.	Verwante verrichtingen	322
B.	Bedenkingen vanuit effectiviteitsoogpunt	323
C.	Alternatieve benaderingen.	328
D.	Besluit	330
§ 6.	Aanmerkelijke verliezen	331
A.	Situering en ratio.	331
B.	Richtlijnbe­paling en omzetting	332
C.	Bedenkingen vanuit effectiviteitsoogpunt	337
D.	Besluit	341

§ 7.	Conclusies m.b.t. de regelen inzake kapitaalbehoud.....	342
	A. Overzicht	342
	B. De bufferfunctie van het kapitaal.....	343
	C. Kapitaal als uitkeringsregulator	346
	D. Andere functies	350

Hoofdstuk 3.

Conclusies m.b.t. Deel I	355
---------------------------------------	------------

§ 1.	Belangrijke vaststellingen uit het brede kapitaaldebat	355
§ 2.	Het antwoord op de onderzoeksvraag	360
§ 3.	De Wijzigingsrichtlijn	366

DEEL II.

BOUWSTENEN VOOR EEN ALTERNATIEVE BENADERING
VAN DE JURIDISCHE BESCHERMING VAN VENNOOTSCHAPS-
SCHULDEISERS

Hoofdstuk 1.

Inleiding bij Deel II	371
------------------------------------	------------

Hoofdstuk 2.

De contractuele visie op schuldeisersbescherming	375
---	------------

Afdeling 1. Theoretisch kader	375
-------------------------------------	-----

§ 1.	Inleiding.....	375
§ 2.	Waarom vennootschapsschuldeisers bescherming behoeven.....	376
§ 3.	<i>The agency cost of debt</i>	378
§ 4.	Bepalende factoren	380

Afdeling 2. Contractuele zelfbescherming: negatieve zekerheden en andere “covenants”	383
---	-----

§ 1.	Achtergrond.....	383
§ 2.	Soorten covenants.....	386
	A. Overzicht	386
	B. Affirmatieve covenants.....	387
	C. Negatieve covenants	388
	1. M.b.t. het aangaan van schulden	388
	2. M.b.t. het vestigen van zekerheden	389
	3. M.b.t. uitkeringen aan de aandeelhouders	390
	4. M.b.t. de verkoop van activa	393
	5. M.b.t. het doen van nieuwe investeringen	393
	D. Waarschuwingcovenants	394
	E. Sweeps.....	397

§ 3.	Ervaringen uit de (Amerikaanse) kredietpraktijk	398
	A. Flexibel instrument	398
	B. Transactiekosten	401
§ 4.	Een kritische evaluatie vanuit Europees perspectief	403
	A. Covenants en de Tweede Richtlijn	403
	1. Algemene vaststellingen	403
	2. Specifiek: uitkeringen aan de aandeelhouders en kapitaal- instandhouding	406
	3. Tussenbesluit	409
	B. Beperkingen van de covenant-techniek	410
	1. De Europese kredietpraktijk	410
	2. Hoge kosten en onzekere beschermingsgraad	412
	3. Problemen inzake handhaving	416
	a) Algemeen	416
	b) Onderscheid met wettelijke beperkingen	418
	c) Illustratie: uitkeringsbeperkingen	420
	d) Enkele bedenkingen vanuit Belgisch perspectief	423
§ 5.	Besluit	426
	A. M.b.t. de inhoudelijke kwaliteiten van covenants	426
	B. M.b.t. de covenant-techniek en de contractuele visie op schuldeisersbescherming	429
Afdeling 3. Precontractuele zelfbescherming: gebruik van openbaar gemaakte informatie		
	§ 1. Situering	433
	§ 2. Beschikbare informatie	435
	A. Wettelijke openbaarmakingsverplichtingen	436
	1. Economische verantwoording	437
	2. Juridische verantwoording	438
	3. Huidige Europese verplichtingen	442
	4. Recente ontwikkelingen op Europees niveau	444
	a) Overzicht	444
	b) Micro-entiteiten	446
	c) Enkele bedenkingen	450
	B. Door derden ter beschikking gestelde informatie	453
	1. Ratings	453
	2. Handelsinformatieagentschappen	455
	§ 3. Evaluatie	456
	A. Correcte informatie	457
	B. Nuttige informatie	460
	C. Eenvoudig toegankelijke informatie	464
	1. Algemeen	464
	2. Koppeling van ondernemingsregisters	466

§ 4.	Besluit	469
	A. M.b.t. de inhoud van de openbaar gemaakte informatie	469
	B. M.b.t. openbaar gemaakte informatie als techniek ter bescherming van vennootschapsschuldeisers	472
Afdeling 4. Specifieke beschermingstechnieken voor onvrijwillige schuldeisers		474
§ 1.	De verschillende categorieën van schuldeisers	474
§ 2.	Een verplichte aansprakelijkheidsverzekering.	476
	A. Uitgangspunt: het judgement-proof probleem	477
	B. Beperkingen van de verzekeringstechniek	478
§ 2.	Een (super)voorrecht	482
	A. Principe.	482
	B. Begunstigden	483
	C. Bedenkingen	487
§ 3.	Onbeperkte aansprakelijkheid	489
	A. Onbeperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouders voor onrechtmatige daden	489
	B. Onbeperkte aansprakelijkheid van bestuurders voor onrech- tmatische daden	492
	C. Veil piercing	493
§ 5.	Besluit	495
Afdeling 5. Conclusies m.b.t. de contractuele visie op schuldeisers- bescherming		497
 Hoofdstuk 3.		
Bestuursplichten bij dreigende insolventie		503
Afdeling 1. Inleiding		503
Afdeling 2. <i>Wrongful trading</i>		506
§ 1.	Achtergrond.	506
§ 2.	Toepassingsvoorwaarden	509
	A. Het keerpunt: moment of truth	510
	B. Falend verweer.	513
	C. Kennis.	516
	D. Bestuurder	519
	E. Deficitaire vereffening	522
§ 3.	Sanctionering	525
§ 4.	Twee kenmerkende toepassingsgevallen.	529
§ 5.	Evaluatie.	534
	A. Procedurele beperkingen	534
	B. Inhoudelijke tekortkomingen	537
	1. Te vroeg?	537
	2. Te laat!	538

3.	Insolventiebegrif	540
4.	Vage bewoordingen	543
§ 6.	Besluit	546
Afdeling 3. De Belgische benadering		550
§ 1.	Aansprakelijkheid wegens kennelijk grove fout	551
A.	Overzicht	551
B.	Toepassingsgevallen	553
C.	De Franse variant	556
§ 2.	Gewone bestuursfout	558
A.	Overzicht	558
B.	Verschilpunten	559
C.	Wat na het keerpunt?	562
§ 3.	Onrechtmatige daad	564
A.	Kennelijk onredelijke voortzetting	564
B.	Beperkingen en omwegen	565
C.	Laattijdige faillissementsaangifte	569
§ 4.	Besluit	571
Afdeling 4. Europees perspectief		575
§ 1.	<i>Wrongful trading</i> als alternatief voor de Tweede Richtlijn	575
§ 2.	<i>Wrongful trading</i> als model voor een Europese regeling	577
§ 3.	Een Europese bestuursplicht bij dreigende insolventie en de regeling inzake aanmerkelijke verliezen uit de Tweede Richtlijn	580
A.	Drie soorten verplichtingen	580
B.	Aanmerkelijke verliezen	583
Afdeling 5. Conclusies m.b.t. bestuursplichten bij dreigende insolventie		587
 Hoofdstuk 4.		
Bestuursplichten bij uitkeringen aan de aandeelhouders		591
 Afdeling 1. Achtergrond en verantwoording		591
§ 1.	Nood aan een wettelijke beperking op uitkeringen aan de aandeelhouders	591
§ 2.	Pro memorie: voornaamste gebreken van de Europese nettoactief- en winsttest	595
Afdeling 2. <i>Solvency test</i> : de Angelsaksische panacee		596
§ 1.	Inleiding	596
§ 2.	Verenigde Staten	598
A.	Model Business Corporation Act	598
1.	MBCA 1950	598
2.	RMBCA 1984	599
B.	Delaware	601
C.	Californië	602

D.	Bijkomende beperkingen	604
1.	<i>Fraudulent transfer</i> -reglementering.	605
a)	Principes.	605
b)	Dividenden als <i>fraudulent transfers</i>	606
2.	Andere technieken van schuldeisersbescherming.	610
§ 3.	Andere <i>common law</i> landen	613
A.	Canada	613
B.	Australië.	613
C.	Nieuw-Zeeland	614
D.	Verenigd Koninkrijk.	616
§ 4.	Voornaamste vaststellingen <i>common law</i> landen	617
§ 5.	Europese hervormingsvoorstellen	618
A.	High Level Group	618
B.	Rickford Group	620
C.	Dutch Group	621
D.	Lutter Group	623
E.	KPMG feasibility study	625
1.	Basismodellen	625
2.	<i>Solvency test</i>	627
3.	Standpunt DG Internal Market and Services.	628
F.	Andere voorstellen	629
1.	Fédération des Experts comptables Européens	629
2.	RICHARD (2006), MARX (2006) en JANSSEN (2010).	630
§ 6.	Voornaamste vaststellingen m.b.t. de hervormingsvoorstellen	632
A.	Algemeen	632
B.	<i>Feasibility study</i>	634
§ 7.	Eerste continentale <i>solvency tests</i>	637
A.	Scandinavische landen.	637
B.	Nederland.	639
1.	Situering.	639
2.	Beperkte balanstest.	641
3.	Liquiditeits- of uitkeringstest	643
4.	Aansprakelijkheid.	645
5.	Toepassingsgebied.	646
C.	European Private Company (SPE)	647
1.	Voorstel van verordening (2008)	647
2.	Latere ontwikkelingen	650
Afdeling 3.	Typologie van de uitkeringsbeperkingen	653
§ 1.	Balanstest	654
A.	Verschijningsvormen	654
1.	Eenvoudige balanstest	654
2.	Versterkte balanstest.	655

3.	Winsttest	657
4.	Financiëleratietest	658
B.	Evaluatie	660
1.	Eenduidige en betrouwbare vuistregel	660
2.	Belangrijke tekortkomingen	662
3.	Versterkte balanstest en financiëleratietest	666
a)	Bufferconcept	666
b)	Verhinderen terugname inbreng	670
§ 2.	Liquiditeitstest	674
A.	Verschijningsvormen	674
1.	Principes en overzicht	674
2.	Het MBCA-model	676
a)	Algemeen	676
b)	Tijdshorizon	679
B.	Evaluatie	681
1.	Effectief en flexibel instrument	681
a)	Effectief schuldeisersbeschermend criterium	681
b)	Bevoegdheidsverdeling	684
c)	Groepspectief	686
2.	Open norm: bron van onzekerheid	690
a)	Probleemstelling	690
b)	Voorstellen tot concretisering	692
i.	Verplicht opstellen van een geprojecteerde vermogensstromentabel	693
ii.	Specifieke voorschriften bij het uitvoeren van de test ..	697
c)	Tijdshorizon	700
d)	Kostenperspectief	703
3.	Positie van het bestuursorgaan	705
a)	Grote bewegingsvrijheid – grote verantwoordelijkheid ..	705
b)	Aansprakelijkheidsregeling	708
i.	Terugvordering van de aandeelhouders	708
ii.	Foutaansprakelijkheid	710
iii.	Solvabiliteitsverklaring	711
iv.	Omkering bewijslast	713
4.	Klemtoonverschuiving	714
a)	Van <i>ex ante</i> gedragsregel naar <i>ex post</i> aansprakelijkheids- regeling	714
i.	Vaststelling	714
ii.	Nuance	717
b)	Verdwijnen van de link tussen uitkeringsbeslissing en winstbegrip	719
c)	Van vennootschaps- naar insolventierecht?	722

Afdeling 4. Naar een alternatieve regulering van uitkeringen aan de aandeelhouders	726
§ 1. Liquiditeitstest als voornaamste uitkeringsbeperking	726
A. Principe.....	726
B. Handhaving	730
1. Aansprakelijkheid gebaseerd op het foutcriterium	730
2. Begeleidende maatregelen	735
3. Terugvordering van de aandeelhouders	737
§ 2. Aanvullende balanstest	740
A. Verantwoording.....	740
B. Vormgeving	742
C. Wat concreet van het bestuur mag worden verwacht	746
§ 3. Toepassingsgebied	748
A. Het begrip “uitkeringen aan de aandeelhouders”	748
B. Goedgunstige transacties met aandeelhouders	751
§ 4. Concrete implementering	753
A. Op Europees niveau	753
B. In het Belgische recht	756
1. Aanvullende liquiditeitstest	756
2. Andere voorstellen tot wijziging	759
Afdeling 5. Conclusies m.b.t. de bestuursplichten bij uitkeringen aan de aandeelhouders	760
§ 1. Analyse van de wettelijke uitkeringsbeperkingen	760
§ 2. Voorstel voor een alternatieve regulering van uitkeringen aan de aandeelhouders	763
§ 3. Concrete implementering van het voorstel	766
Algemene conclusies.....	769
<i>Bibliografie</i>	<i>787</i>
<i>Trefwoordenregister</i>	<i>817</i>