

len in discontinuïteit zonder vast te stellen dat er sprake was van een verlieslatende onderneming zodat er twijfel bestond over haar voortbestaan, verantwoord hun beslissing niet naar recht.

Het onderdeel is gegrond.

Dictum

Het Hof,

Vernietigt het bestreden arrest.

Beveelt dat van dit arrest melding zal worden gemaakt op de kant van het vernietigde arrest.

Houdt de kosten aan en laat de beslissing daaromtrent over aan de feitenrechter.

Verwijst de zaak naar het hof van beroep te Antwerpen.

Noot

Waarderen tegen liquidatiewaarde in de toepassing van de geschillenregeling: enkel i.g.v. verlieslatende ondernemingen waarvan de continuïteit bedreigd is

Robby HOUBEN¹

1. De waardering van aandelen in het raam van de geschillenregeling² is niet aan wettelijke normen gebonden: de wet bepaalt (met uitzondering van de peildatum) geen aanknopingspunten over hoe de rechter – de voorzitter van

de ondernemingsrechtbank, zetelend zoals in kort geding – de over te dragen of over te nemen aandelen in het kader van de geschillenregeling moet waarderen. De vuistregels over de waardering zijn daarom gegroeid uit de praktijk. Hoofd-

¹ Professor Universiteit Antwerpen / Advocaat Baker McKenzie.

² In het WVV opgenomen in art. 2:60 *et seq.*; voorheen in het W.Venn. opgenomen in art. 334-342 en 635-644. Zie over de geschillenregeling in het WVV o.m.: H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht. Tweede uitgave*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 759-791; H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Het nieuwe Wetboek van vennootschappen en verenigingen. Frisse wind of storm op zee?*, Antwerpen, Intersentia, 2019, 34-37; H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, “Het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (WVV) (deel 1)”, *RW* 2019-20, 536-538; D. BRULOOT, H. DE WULF en K. MARESCAU, “Hervorming vennootschapsrecht”, *NJW* 2018, 424-425; H. DE WULF, “Het voorontwerp van een Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen”, *TAA* 2017, nr. 56, 29-30; R. HOUBEN, Uitsluiting en uittreding, *TBH* 2018, 1131-1152; F. PARREIN, “Wederzijdse vorderingen tot uitsluiting: wie biedt de meeste garanties voor het voortbestaan van de vennootschap?”, *TRV-RPS* 2020, 76-81; J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT, P. MALHERBE en H. CULOT, *Droit des sociétés*, Brussel, Larcier, 2020, 317-338, nrs. 624-639; R. TAS en R. AYDOGDU, “De nieuwe geschillenregeling in het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen – La nouvelle procédure de résolution des conflits internes dans le Code des sociétés et des associations” in BCV (ed.), *Het ontwerp Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen – Le projet de Code des sociétés et des associations*, Brussel, Larcier, 2018, 287-320; R. TAS en T. VOS, “De geschillenregeling 2.0. Wijzigingen aan de geschillenregeling in het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen” in M. WYCKAERT (ed.), *Vennootschapsrecht*, Brugge, die Keure, 2018, nr. 105, 95-142; R. TAS, “De nieuwe geschillenregeling in het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen” in VLAAMS PLEITGENOOTSCHAP (ed.), *De nieuwe vennootschapswet*, VPG studiedag 2018, Mechelen, Kluwer, 2018, 189-231; R. TAS, “De geschillenregeling 2.0: naar een efficiëntere en billijkere oplossing voor een aandeelhoudersgeschil in al zijn aspecten” in H. DE WULF en M. WYCKAERT (eds.), *Vennootschappen & verenigingen: het nieuwe recht – Het WVV doorgelicht*, Antwerpen, Intersentia, 2021; D. GOL en A. JANSSEN, “Le contentieux en droit des sociétés” in R. AYDOGDU en O. CAPRASSE (eds.), *Le Code des sociétés et des associations*, Luik, Anthemis, 2018, 101-168; A. JANSSEN, “Le contentieux en droit des sociétés” in Ph. BOSSARD (ed.), *Le Code des sociétés et des associations. Introduction à la réforme du droit des sociétés*, Luik, Anthemis, 2019, 150-165. Zie onder gelding van het W.Venn. o.m.: R. AYDOGDU, “Quelques réflexions au sujet des actions en exclusion et en retrait: le statut procédural de la société et l'évaluation des titres” (noot onder Voorz. Kh. Brussel 16 september 2015), *TBH* 2016, 486-492; H. BRAECKMANS, “Gedwongen overdracht en overneming, uitkoopregeling, gedwongen ontbinding van niet meer actieve vennootschappen en vereffening” in H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH (eds.), *Het nieuwe vennootschapsrecht 1995*, Antwerpen, Maklu, 1996, 289-328; H. BRAECKMANS, “De uitsluiting en uittreding van aandeelhouders”, *RW* 2000-01, 1361-1378; H. BRAECKMANS, “Conflicten in vennootschappen en het W.Venn.: de vlag dekt niet de lading”, *TPR* 2010, 1678-1685, nrs. 105-116; O. CAPRASSE en R. AYDOGDU, *Les conflits entre actionnaires*, Larcier, 2010, 433 p.; I. CORBISIER, “La société et ses associés” in CENTRE D'ETUDES JEAN RENAULT (ed.), *Droit des sociétés: les lois des 7 et 13 avril 1995*, Brussel, Bruylant, 1995, 204-245; L. CORNELIS en J. WILLEMAN, “Naar keuze: de stok achter de deur of de knuppel in het hoenderhok (over de art. 190ter en 190quater en quinquies Venn.W.)” in K. BYTTEBIER, R. FELTKAMP en A. FRANÇOIS (eds.), *De gewijzigde vennootschapswet 1995*, Antwerpen, Kluwer, 1996, 281-374; K. GEENS en J.M.M. MAEIJER, “L'exclusion et la démission judiciaires d'un actionnaire dans les sociétés privées; l'exemple néerlandais”, *RPS* 2015, 591-616; K. GEENS en T. VERHOEST, “Développements récents dans la matière des procédures de sortie prévues par les articles 190ter et 190quater des lois coordonnées”, *RPS* 1998, nr. 6758, 341-375; L. HERVE, “L'exclusion et le retrait judiciaires en pratique”, *DAOR* 2015, 38-56; E. JANSSENS, “De geschillenregeling als bijzonder gerechtelijk actiemiddel” in K. BYTTEBIER, A. FRANÇOIS, E. JANSSENS en T. VAN DE GEHUCHTE (eds.), *Omgaan met conflicten in de vennootschap*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 157-202; J.-F. KEUSTERMANS, “Knelpunten in de vennootschapsrechtelijke geschillenregeling. Nieuwe inzichten uit de rechtspraak en interviews met magistraten”, *TRV* 2014, 5-20; J.-F. KEUSTERMANS, “De vennootschapsrechtelijke geschillenregeling: een stand van zaken”, *TRV* 2015, 213-221; J.-M. NELISSEN GRADE, “De geschillenregeling en de uitkoopregeling” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe vennootschaps wetten van 7 en 13 april 1995*, Kalmthout, Biblo, 1995, 337-367; E. POTTIER en M. DE ROECK, “Le divorce entre actionnaires: premières applications jurisprudentielles des procédures d'exclusion et de retrait”, *TBH* 1998, 556-549; R. TAS en W. VAN GAVER, “De geschillenregeling: actuele highlights uit een evergreen” in K. GEENS, M. WYCKAERT en V. COLAERT (eds.), *Vennootschaps- en financieel recht*, die Keure, nr. 89, 2014-2015, 101-134; B. TILLEMANN, “De gedwongen uitsluiting en uittreding”, *TRV* 1995, 525-549; B. TILLEMANN en G. VAN SOLINGE, “De uittreding en uitsluiting”, *TPR* 2000, 625-743; T. TILQUIN, “Exclusion, retrait, reprise et dissolution dans le projet 1005”, *RPS* 1995, numéro spécial, 625 *et seq.*; T. VAN DE GEHUCHTE, L. VAN DENBEMPT en A. FRANÇOIS, “Geschillenregeling” in *Artikelsgewijze commentaar vennootschappen en verenigingen*, Kluwer, 2011, 79 p.; J. VANAN ROYE, “De vordering tot uittreding en uitsluiting na ontbinding of het faillissement van de vennootschap”, *TRV* 2007, 295-304.

zakelijk gelden de volgende principes. De waardering van de aandelen³ kan gebeuren volgens (een combinatie van) verschillende methodes, bijvoorbeeld aan de hand van de *discounted cash flow*, de rendementswaarde, de intrinsieke waarde, de boekwaarde, enz.⁴ De rechter beschikt over een zeer ruime bevoegdheid ter zake en stelt in de praktijk vaak een deskundige aan. De rechter is hiertoe evenwel niet verplicht: hij kan (met tijdswinst) ook in één beschikking de prijs finaal bepalen op basis van de conclusies van partijen en de verslagen van deskundigen die door elk van de partijen over de prijs worden aangebracht.⁵ In elk geval is het deskundigenverslag niet bindend voor de rechter.⁶ Dit is ook evident: waarden van aandelen is geen exacte wetenschap, en deskundigen (in de regel bedrijfsrevisoren) kunnen hierover onderling zeker van mening verschillen. De rechter kan derhalve zelf nog bepaalde wijzigingen aanbrengen, onder meer door de wegingsfactor van bepaalde methodes betreffende de waardebepaling van de aandelen te veranderen. Als de overdracht zowel aandelen als winstbewijzen of andere effecten betreft, zal met de eigen aard van deze effecten rekening moeten worden gehouden om de prijs te bepalen;

de waarde van de vennootschap mag niet zomaar door het aantal effecten worden gedeeld.⁷ Wanneer de scheidende aandeelhouders ook scheidende echtgenoten zijn, wordt aanvaard dat de bepaling van de waarde van de aandelen in de geschillenprocedure los staat van de afwikkeling van de vereffening-verdeling van de huwgemeenschap. De prijs wordt bepaald door de voorzitter van de ondernemingsrechtbank en kan niet worden gelijkgesteld aan het uiteindelijke resultaat van voormelde vereffening en verdeling.⁸

Een veel besproken punt is of er een korting moet worden toegekend wanneer de overdracht of overname een minderheidspakket betreft, de zogenaamde minderheidsdécote.⁹ De recente tendens lijkt te zijn om de toekenning van een minderheidsdécote (alsook een illiquiditeitsdécote¹⁰ en een controlepremie) principieel af te wijzen.¹¹ Een van de overwegingen is dat het hier gaat over een gedwongen overname of overdracht, die op het vlak van kortingen of premies niet vergelijkbaar is met een vrijwillige overname, in de context waarvan geregeld minderheidskortingen of controlepremies worden verrekend.¹²

³. Of andere effecten: cf. art. 2:61 WvV.

⁴. Zie meer uitgebreid: H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht. Tweede uitgave*, Antwerpen, Intersentia, 786-787, nr. 1612; R. TIEST, *Handboek waarden van ondernemingen*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 157 et seq.; B. VERKEMPINCK, "Prijsbepaling van aandelen in de geschillenregeling: na vijftien jaar nog steeds een hemeltergend raadsel voor de initiatiefnemende aandeelhouders", *DAOR* 2011, 349 et seq.; B. TIL-LEMAN en G. VAN SOLINGE, "De uittreding en uitsluiting", *TPR* 2000, 688 et seq.; T. VAN DE GEHUCHTE, L. VANDENBEMPT en A. FRANÇOIS, "Geschillenregeling" in *Artikelsgewijze commentaar vennootschappen en verenigingen*, Kluwer, 2011, 58 et seq.; R. TAS en W. VAN GAVEN, "De geschillenregeling: actuele highlights uit een evergreen" in K. GEENS, M. WYCKAERT en V. COLAERT (eds.), *Vennootschaps- en financieel recht*, die Keure, nr. 89, 2014-2015, 124 et seq.; N. DELANG, "De vennootschapsrechtelijke echtscheiding is mogelijk, maar tegen welke prijs? Over waarderingmethoden en verwijlinteressen" (noot onder Gent 5 november 2012), *TRV* 2014, 314-316; E. JANSSENS, "De waardering van aandelen n.a.v. een uitsluiting of uittreding van aandeelhouders in een NV", *TRV* 2001, 364-383; E. JANSSENS, "De geschillenregeling als bijzonder gerechtelijk actiemiddel" in K. BYTTEBIER, A. FRANÇOIS, E. JANSSENS en T. VAN DE GEHUCHTE (eds.), *Omgaan met conflicten in de vennootschap*, Antwerpen, Intersentia, 2009, 186-189.

⁵. H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht. Tweede uitgave*, Antwerpen, Intersentia, 781, nr. 1608 en de verwijzingen daar.

⁶. Bv. Gent 5 november 2012, *TRV* 2014, noot N. DELANG; Antwerpen 8 januari 2009, *TRV* 2011, 44 noot M. ROELANTS, *JDSC* 2011, 245, noot A. COIBION en E. POTTIER; Voorz. Kh. Tongeren 20 november 2007, *TRV* 2011, 53, noot; O. CAPRASSE en R. AYDOGDU, *Les conflits entre actionnaires*, Brussel, Larcier, 2010, p. 318, nr. 616; zie ook D. VAN GERVEN, "Kroniek vennootschapsrecht 2010-2011", *TRV* 2011, 498, nr. 92 en D. VAN GERVEN, "Kroniek vennootschapsrecht 2011-2012", *TRV* 2012, 603, nr. 101.

⁷. Cass. 28 april 2014, *TBH* 2014, 721, *RW* 2014-15, 1611, *JLMB* 2014, 1423, ook besproken in D. VAN GERVEN, "Kroniek vennootschapsrecht 2014-2015", *TRV* 2015, 553, nr. 129.

⁸. Gent 16 januari 2017, *TRV-RPS* 2017, 593. Zie over deze problematiek ook: D. VAN GERVEN, "Kroniek vennootschapsrecht 2010-2011", *TRV* 2011, 497, nr. 90. Zie uitgebreid over de verhouding tussen de geschillenregeling en de procedure vereffening-verdeling van de huwgemeenschap m.b.t. aandeelhouders-echtgenoten: N. DELANG, "Uittreding of uitsluiting tijdens vereffening-verdeling huwgemeenschap", *TEP* 2014, 147-166; B. VAN DEN BERGH, "In goede en kwade dagen. De vereffening-verdeling van gemeenschappelijke of onverdeelde aandelen na echtscheiding. En wat met de vennootschapsrechtelijke geschillenregeling?", *RW* 2012-13, 282-299; J.-F. KEUSTERMANS, "Knelpunten in de vennootschapsrechtelijke geschillenregeling. Nieuwe inzichten uit de rechtspraak en interviews met magistraten", *TRV* 2014, 9.

⁹. Zie hierover bv. N. DELANG, "Minderheidsdécote bij de vordering tot uittreding" (noot onder Gent 23 september 2013), *TRV* 2014, 398-403; T. VOS, "De pro rata going concern-waarde als uitgangspunt bij de waardering in geschillenregeling. Over controlepremies, minderheidsdécotes en illiquiditeitsdécotes", *TRV-RPS* 2018, 5-16; R. TAS en W. VAN GAVEN, "De geschillenregeling: actuele highlights uit een evergreen" in K. GEENS, M. WYCKAERT en V. COLAERT (eds.), *Vennootschaps- en financieel recht*, die Keure, nr. 89, 2014-2015, 127-131.

¹⁰. Als de aandelen onderhevig zijn aan (wettelijke of statutaire) overdraagbaarheidsbeperkingen wordt soms een illiquiditeitskorting toegepast: Brussel 11 oktober 2013, *TRV-RPS* 2018, 65; Voorz. Kh. Antwerpen (afd. Hasselt) 6 juni 2014, *TRV* 2015, 243, ook besproken in D. VAN GERVEN, "Kroniek vennootschapsrecht 2014-2015", *TRV* 2015, 553, nr. 129.

¹¹. De afwijzing gebeurt vanuit het perspectief van de pro rata going concern-waarde als uitgangspunt bij de waardering van de aandelen bij de geschillenregeling: T. VOS, "De pro rata going concern-waarde als uitgangspunt bij de waardering in geschillenregeling. Over controlepremies, minderheidsdécotes en illiquiditeitsdécotes", *TRV-RPS* 2018, 5-16; zie voor bijkomende redenen om zulke kortingen af te wijzen: R. TAS en W. VAN GAVEN, "De geschillenregeling: actuele highlights uit een evergreen" in K. GEENS, M. WYCKAERT en V. COLAERT (eds.), *Vennootschaps- en financieel recht*, die Keure, nr. 89, 2014-2015, 127-131; zie ook R. TAS en T. VOS, "De geschillenregeling 2.0 – Wijzigingen aan de geschillenregeling in het Wetboek van vennootschappen en verenigingen" in M. WYCKAERT (ed.), *Vennootschapsrecht*, Brugge, die Keure, 2018, nr. 105, 139-142; vgl. bv. anders: T. VAN DE GEHUCHTE, L. VANDENBEMPT en A. FRANÇOIS, "Geschillenregeling" in *Artikelsgewijze commentaar vennootschappen en verenigingen*, Kluwer, 2011, 59-60 en O. CAPRASSE en R. AYDOGDU, *Les conflits entre actionnaires*, Brussel, Larcier, 2010, 324-325, nrs. 631-632.

¹². Gent 3 juni 2013, *TRV-RPS* 2018, 62.

2. In het geannoteerde arrest van 16 januari 2020 oordeelt het Hof van Cassatie dat de rechter de waarde van de over te dragen aandelen moet bepalen met het oog op de continuïteit van de onderneming.¹³ Een waardering tegen liquidatiewaarde is enkel toegestaan in geval van verlieslatende ondernemingen zodat er twijfel bestaat over hun voortbestaan. Nog steeds volgens dit arrest, werd de geschillenregeling door de wetgever immers ingevoerd om conflicten in een vennootschap *in going concern* op te lossen op een manier die zo weinig mogelijk afbreuk doet aan de continuïteit van de onderneming en de rechtspersoon die haar draagt. *In casu* werd daarom geoordeeld dat de appelrechters die overgingen tot een waardering van aandelen in discontinuïteit, zonder vast te stellen dat er sprake was van een verlieslatende onderneming zodat er twijfel bestond over haar voortbestaan, hun beslissing niet naar recht verantwoordden.

Het Hof stelt dat de waardering tegen liquidatiewaarde enkel mogelijk is i.g.v. “*verlieslatende ondernemingen zodat er twijfel bestaat over hun voortbestaan*”. Aanvaardbaar is dat het gaat om cumulatieve voorwaarden: de onderneming moet verlieslatend zijn, *i.e.* de opbrengsten dekken de kosten niet, en er moet bovendien twijfel bestaan over haar voortbestaan. Aandelen in vennootschappen waarvan de onderneming verlieslatend is, maar waarvan het voortbestaan niet in het gedrang is, kunnen dus niet tegen liquidatiewaarde worden gewaardeerd in de context van de geschillenregeling. Dit is verantwoord. Het loutere feit dat een onderneming verlieslatend is, kan aan talrijke factoren te wijten zijn, die mogelijk geen verband houden met een risico op discontinuïteit. Bijvoorbeeld zullen *start-ups* in de opstartfase vaak verlieslatend zijn. Voor ondernemingen met veel R&D-kosten kan hetzelfde gelden in de aanloop naar een verklaarbaar product. Vennootschappen die hun opbrengsten halen uit de verhuur van vastgoed zullen maar opbrengsten genereren nadat het vastgoed operationeel kan worden ingezet. Een dochtervennootschap kan door allerlei zekerheden van de solvabele moedervennootschap niet bedreigd zijn in haar voortbestaan, enz. In de mate dat de kosten in deze gevallen (kunnen) worden gedekt door andere financiering of zekerheden dan bedrijfsopbrengsten, bijvoorbeeld eigen

vermogen, bankschuld, obligaties, borgtocht of garantie, patronaatsverklaringen, enz., is er geen continuïteitsbedreigend probleem.

3. Interessant is de verhouding van het geannoteerde arrest ten aanzien van de norm dat de rechter de waarde van de over te dragen of over te nemen aandelen raamt op het tijdstip waarop hij de overdracht of overname ervan beveelt, tenzij dit tot een kennelijk onredelijk resultaat leidt. In dat geval mag hij, met inachtneming van alle relevante omstandigheden, beslissen tot een billijke prijsverhoging of -vermindering.¹⁴

Deze regeling strekt er ten eerste toe om de rechter de mogelijkheid te bieden rekening te houden met het gedrag van de partijen dat een significante invloed op de waarde van de aandelen kan hebben.¹⁵ Dit houdt de mogelijkheid in om te schuiven met de peildatum¹⁶, hoewel het uitgangspunt blijft dat de waarde van de aandelen in beginsel moet worden geraamd op het tijdstip dat de rechter de eigendomsoverdracht beveelt.¹⁷ Bijkomend krijgt de rechter de op zichzelf staande bevoegdheid om een billijke prijs te bepalen die hoger of lager ligt dan de waarde van de aandelen zoals die op die peildatum wordt geraamd.¹⁸ De rechter heeft dus twee opties bij de prijsbepaling: schuiven met de peildatum of los daarvan een prijsvermindering of -verhoging toekennen.¹⁹

Mag de rechter in de toepassing van deze norm in functie van de “relevante omstandigheden” de peildatum opschuiven naar een ogenblik waarop de onderneming in kwestie nog niet verlieslatend was en nog niet met continuïteitsproblemen kampte, om zo de aandelen op een hogere prijs te waarderen dan het geval zou zijn bij een waardering (tegen liquidatiewaarde) op het ogenblik van het vonnis? In de lijn hiervan ligt de vraag of de rechter nog naar billijkheid mag remediëren aan de waardering (tegen liquidatiewaarde) op het ogenblik van het vonnis en de aandelen in functie van de “relevante omstandigheden” hoger mag waarderen, zelfs in geval van een verlieslatende onderneming waarbij er twijfel bestaat over het voortbestaan.

Het antwoord is ja.

¹³. Het arrest betreft de uitsluiting van een aandeelhouder in een commanditaire vennootschap op aandelen onder gelding van de regels van het W.Venn. De geschillenregeling was van toepassing via de scharnierbepaling van art. 657 W.Venn. De commanditaire vennootschap op aandelen is door het WVV afgeschaft, met de NV met enige bestuurder als ontvangstvehikel, maar dat raakt de kern van de zaak hier niet en doet dus ook geen afbreuk aan de relevantie van het arrest onder het WVV.

¹⁴. Art. 2:66, derde lid WVV (uitsluiting) en art. 2:68, derde lid WVV (uitbreiding).

¹⁵. Zie ook R. TAS en R. AYDOGU, “De nieuwe geschillenregeling in het Wetboek van vennootschappen en verenigingen – La nouvelle procédure de résolution des conflits internes dans le Code des sociétés et associations” in BCV (ed.), *Het ontwerp Wetboek van vennootschappen en verenigingen – Le projet de Code des sociétés et associations*, Brussel, Larcier, 2018, 314 en R. TAS en T. VOS, “De geschillenregeling 2.0 – Wijzigingen aan de geschillenregeling in het Wetboek van vennootschappen en verenigingen” in M. WYCKAERT (ed.), *Vennootschapsrecht*, Brugge, die Keure, 2018, nr. 105, 123.

¹⁶. *I.e.* de datum waarop de waarde van de over te dragen of over te nemen aandelen wordt vastgeklekt. De peildatum bepaalt het ijkpunt tot wanneer een aandeelhouder deelt in het risico van de onderneming: R. TAS en W. VAN GAVER, “De geschillenregeling: actuele highlights uit een evergreen” in K. GEENS, M. WYCKAERT en V. COLAERT (eds.), *Vennootschaps- en financieel recht*, die Keure, nr. 89, 2014-2015, 115.

¹⁷. H. DE WULF, “Het voorontwerp van een Wetboek van vennootschappen en verenigingen”, *TAA* 2017, nr. 56, 30; zie ook D. BRULOOT, H. DE WULF en K. MARESCAU, “Hervorming vennootschapsrecht”, *NJW* 2018, 424.

¹⁸. *Parl.St.* Kamer 2017-18, nr. 3119/001, 79-80 (*memorie van toelichting*).

¹⁹. R. TAS en T. VOS, “De geschillenregeling 2.0 – Wijzigingen aan de geschillenregeling in het Wetboek van vennootschappen en verenigingen” in M. WYCKAERT (ed.), *Vennootschapsrecht*, Brugge, die Keure, 2018, nr. 105, 124.

Het geannoteerde arrest geeft aan dat de rechter de aandelen enkel tegen liquidatiewaarde *kan* waarderen als het gaat om een verlieslatende onderneming waarvan de continuïteit bedreigd was. Hij moet het dus niet. Hij kan derhalve ook anders waarderen, met een hogere waardering als gevolg.

Daarenboven is het wettelijk kader gewijzigd. Onder het W.Venn. – het wettelijk kader *in casu* – bestond geen wettelijke regeling over de mogelijkheid van de rechter om met de peildatum te schuiven of de prijs voor de aandelen naar billijkheid aan te passen in functie van relevante omstandigheden.²⁰ Onder het WVV bestaat die wettelijke mogelijkheid wel.²¹ Deze wettelijke mogelijkheid omvat de optie om in geval van verlies en op discontinuïteit wijzende omstandigheden toch te waarderen in *going concern*, indien er daartoe “relevante omstandigheden” bestaan. Denkbaar is bijvoorbeeld dat de rechter bij uittreding de waardevermindering op

de aandelen wegens het door de aandeelhouder die aan de basis van gegronde redenen lag gevoerde beleid niet toerekent aan de beklemd aandeelhouder. De rechter moet zich hierbij wel terughoudend opstellen²²: aanvaardbaar is dat hij de aandelen van een verlieslatende onderneming die naar falen (dreigt te) gaat(n) enkel waardeert in functie van continuïteit indien een waardering met het oog op discontinuïteit tot een kennelijk onredelijk resultaat zou leiden.

4. Het arrest betrof de uitsluiting. Het oordeel kan evenwel worden uitgebreid naar de uittreding: er zijn geen goede redenen om de uitsluiting en de uittreding op het vlak van de waardering van de aandelen verschillend te behandelen. Het Hof van Cassatie lijkt daar ook subtiel op te wijzen, door in zijn oordeel generiek naar “de geschillenregeling” te verwijzen.

²⁰. Wel remedieerden rechters *praetoriaans* om recht te doen aan het geval. Zie ook de cassatierechtspraak ter zake: Cass. 9 december 2010, *JT* 2011, 886, *JLMB* 2011, 1656, noot R. AYDOGU, *JDSC* 2011, 239, noot A. COIBION en E. POTTIER, *TBH* 2012, 22 noot A. COIBION; zie ook het arrest *a quo*: Brussel 8 mei 2008, *TBH* 2012, 30; Cass. 5 oktober 2012, *TRV* 2013, 469, noot F. PARREIN, *TBH* 2013, 55 (verkorte weergave), *Pas.* 2012, I, p. 1852, *JLMB* 2014, 1416, noot R. AYDOGU; ook besproken in D. VAN GERVEN, “Kroniek vennootschapsrecht 2012-2013”, *TRV* 2013, p. 594-595, nr. 101; Cass. 21 februari 2014, *TRV* 2015, 224, noot R. TAS, *JLMB* 2014, 1418, noot R. AYDOGU; ook besproken in D. VAN GERVEN, “Kroniek vennootschapsrecht 2014-2015”, *TRV* 2015, 552, nr. 129; Cass. 20 februari 2015, *TRV* 2015, 222, noot T. NOT, 2016, 7, noot L. WEYTS; Cass. 23 november 2017, *TBH* 2018, 300, besproken door D. HAEX en T. AELBRECHT.

²¹. Gelet op de recente invoering van het WVV wordt het overgangsrecht in herinnering gebracht. De regels over de geschillenregeling van het WVV werden onmiddellijk van toepassing op 1 januari 2019, zelfs voor de op dat ogenblik al bestaande vennootschappen. Deze regel van overgangsrecht geldt evenwel enkel voor de vorderingen tot uitsluiting of uittreding die geïnitieerd werden op of ná 1 januari 2019. Voor de lopende procedures ingeleid vóór 1 januari 2019 bleven de regels van het W.Venn. gelden.

²². H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek vennootschapsrecht. Tweede uitgave*, Antwerpen, Intersentia, 785, nr. 1611 en de verwijzingen daar.