

DE OBLIGATIELENIING: EEN PRAKTIJKSTUDIE

EEN JURIDISCHE ANALYSE VAN MOGELIJKE INCIDENTEN
TIJDENS DE LOOPTIJD VAN EEN OBLIGATIELENIING

Aantal woorden: 49.696

Niels De Leeuw

Stamnummer: 01201112

Promotor: Prof. dr. Diederik Bruloot

Commissaris: Dhr. Maarten Cleppe

Masterproef voorgelegd voor het behalen van de graad master in de richting Rechten

Academiejaar: 2017 - 2018

Dankwoord

Voor u ligt het sluitstuk van mijn masteropleiding rechten aan de Universiteit Gent. Ik wil van deze gelegenheid gebruik maken om een aantal personen uitdrukkelijk te bedanken voor hun gewaardeerde steun tijdens mijn gehele studieperiode en bij het schrijven van deze masterproef.

Eerst en vooral dien ik mijn promotor, professor Bruloot, te bedanken voor het aanreiken van dit interessante onderwerp en zijn ondersteuning tijdens het gehele onderzoeksproces. Ik wens hem ook graag te bedanken voor zijn bereikbaarheid, snelle reacties op mijn talloze mailtjes en zijn ontzettend grote flexibiliteit. Zijn waardevolle feedback en duidelijke visie op het onderwerp hebben mede gezorgd voor het resultaat dat hier voor u ligt. Daarnaast had ik ook graag dhr. Maarten Cleppe willen bedanken om op te willen treden als commissaris bij deze masterproef.

Een speciaal woordje van dank gaat uit naar mijn ouders en broer. Jullie steun tijdens mijn hele studie was van onschatbare waarde. Jullie zorgden er steeds voor dat ik zorgeloos en in ideale omstandigheden kon werken of studeren. Een extra woordje van dank aan mijn papa voor het nalezen van mijn masterproef en zijn nuttige opmerkingen.

Een even speciaal woordje van dank gaat uit naar mijn vriendin, Lotte. Samen hebben we deze hele studie beleefd en geleefd. Dankjewel voor je steun, luisterend oor en eindeloze liefde. Dank je voor alle tijd die je me gunde de afgelopen maanden om te werken aan deze masterproef en de afgelopen vijf jaar om te studeren.

Daarnaast verdient mijn beste vriend en voormalige kotgenoot Arno een vermelding in dit werkstuk. Dankjewel voor de deugdloze gesprekken tijdens onze heerlijke lunchpauzes, je oprechte interesse in mijn masterproefonderwerp en de memorabele jaren samen op kot!

Tenslotte wens ik mijn vrienden, studiegenoten en zaalvoetbalmakkers te bedanken voor de nodige ontspanning tijdens mijn studies.

Niels De Leeuw

Malderen, 18 december 2017

Inhoudsopgave

DANKWOORD	I
INHOUDSOPGAVE	III
INLEIDING	1
1. Situering van het masterproefonderwerp	1
2. Probleemstelling	4
3. Aanpak en afbakening	5
4. Structuur	5
HOOFDSTUK I . ALGEMEEN JURIDISCH KADER	7
Afdeling 1. Begripsomschrijving	7
Afdeling 2. De juridische kwalificatie: ‘lening’	8
Afdeling 3. Het collectieve karakter van de obligatielening	10
HOOFDSTUK II . WIJZIGINGEN AAN DE UITGIFTEVOORWAARDEN	14
Afdeling 1. Het prospectus	14
A. De prospectusplicht	14
B. Inhoud: uitgiftevoorwaarden	16
Afdeling 2. Bevoegdheden tot wijziging	18
A. De rol van de algemene vergadering van obligatiehouders (AVO)	20
1. Algemeen	20
2. Bijeenroeping	22
3. Bevoegdheden	23
3.1. Wettelijk bepaalde bevoegdheden	23
i. Bevoegdheden van de AVO in geval van volledige opvraging van het kapitaal ...	24
ii. Bevoegden waarover de AVO steeds beschikt	29
a) Algemeen	29
b) Stellen van nieuwe zekerheden of wijzigingen aan bestaande zekerheden toestaan	30

3.2. Uitbreiding en inperking van de wettelijk bepaalde bevoegdheden	32
i. Uitbreiding.....	32
ii. Inperking	34
iii. Unilaterale wijzigingen	35
4. Voorstellen hervorming van het vennootschapsrecht	38
B. Wijzigingen via tussenpersonen	39
1. Algemeen	39
2. Wettelijk toegekende bevoegdheden AVO.....	39
3. Contractueel toegekende bevoegdheden AVO	40
4. Voorstellen hervorming van het vennootschapsrecht	41
HOOFDSTUK III . VERVROEGDE TERUGBETALING.....	42
Afdeling 1. Situering	42
A. Vergoedende rechten van de obligatiehouder.....	42
B. Tijdstip van terugbetaling	43
Afdeling 2. Recht van vervroegde terugbetaling	45
A. Omstandigheden en voorwaarden van vervroegde terugbetaling.....	46
1. Fiscale redenen.....	47
2. Call-optie emittent	48
3. Bijzonder geval: inkoop eigen obligaties.....	51
B. Wederbeleggingsvergoeding.....	53
C. Bevoegdheid algemene vergadering van obligatiehouders (AVO)	57
D. Consument als obligatiehouder (Boek VI WER)	58
Afdeling 3. Recht van vervroegde opeisbaarheid	61
A. Wettelijk bepaalde omstandigheden	61
1. Verliezen voordeel tijdsbepaling	61
2. Wanprestatie	62
B. Contractueel bepaalde omstandigheden.....	62
1. Events of Default	63
2. Change of Control-clausules.....	67
3. Put-optie obligatiehouders	71
Afdeling 4. Converteerbare obligaties en obligaties cum warrant	72
A. Wettelijke bescherming	72
1. Gewone converteerbare obligaties	72

2. Obligaties cum warrant	74
3. Exchangeables.....	75
B. Inkoop eigen converteerbare obligaties en eigen obligaties cum warrant	76
HOOFDSTUK IV . WANPRESTATIE	78
Afdeling 1. Situering	78
Afdeling 2. Verplichtingen van de partijen.....	78
A. Obligatiehouder	78
B. Emittent.....	82
1. Terugbetalingsverplichting	83
2. Vergoedingsverplichting.....	85
3. Respecteren van contractuele beschermingsclausules	86
Afdeling 3. Wanprestatie door de emittent.....	89
A. Gevallen van wanprestatie	89
1. Events of default	89
2. Cross-default	90
B. Gevolgen van wanpresatie	92
1. Niet-betaling ontleende kapitaal of vergoeding	92
1.1. Ingebrekestelling	92
1.2. Rechtsmiddelen obligatiehouder	94
i. Uitvoering in natura of bij equivalent	94
ii. Ontbinding.....	95
a) Stilzwijgend ontbindend beding	96
b) Uitdrukkelijk ontbindend beding.....	97
c) Gevolgen van de ontbinding	99
1.3. Bijkomende schadevergoeding	101
i. Uitvoering in natura of bij equivalent	101
a) Geen schadebeding in uitgiftevoorwaarden.....	101
b) Wel schadebeding in uitgiftevoorwaarden	101
ii. Ontbinding.....	103
2. Inbreuken op covenants	104
BESLUIT.....	106

BIBLIOGRAFIE	I
1. WETGEVING EN VOORBEREIDENDE WERKEN.....	I
1.1. Europese wetgeving	I
1.2. Belgische wetgeving	II
1.3. Voorbereidende werken	II
2. RECHTSPRAAK.....	III
3. RECHTSLEER	IV
3.1. Boeken.....	IV
3.2. Bijdragen in verzamelwerken.....	V
3.3. Tijdschriftartikelen	VIII
4. ONLINE BRONNEN	X
4.1. Tijdschriftenartikelen	X
4.2. Varia	XI

Inleiding

1. Situering van het masterproefonderwerp

1. Nadat op 9 september 2008 de aandelenkoers van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers halveerde en de dagen erna de Amerikaanse autoriteiten weigerden een helpende hand aan te reiken, kwam op 15 september 2008 een van de grootste investeringsbanken van de Verenigde Staten ten val. Het faillissement van Lehman Brothers zorgde voor een schokgolf doorheen het gehele financiële systeem en een versnelling in de ontwikkeling van de financiële crisis. Wat lang voor onmogelijk werd gehouden, namelijk het falen van zo'n grote financiële speler, werd werkelijkheid. Andere banken werden dan ook terecht zenuwachtig gezien het business model dat door de investeringsbanken, waaronder Lehman Brothers, werd gehanteerd. Het geld dat op korte termijn werd opgehaald, werd gebruikt als financiering voor langlopende investeringen. De veel te hoge leverage, namelijk de verhouding tussen de schulden en het eigen vermogen, maakte deze banken bijzonder kwetsbaar. De financiële crisis bracht aan het licht dat dit niet enkel gold voor de investeringsbanken, maar eigenlijk voor alle banken.¹

Dit business model dat gericht is op het behalen van hoge winsten op korte termijn - getriggerd door het bonussysteem voor (top)bankiers dat veelal gekoppeld is aan de gemaakte winst - en de problematiek van de *subprimes* (rommelkredieten) die resulteerden in een 'vastgoedbubbel', zorgden voor de zwaarste financieel-economische crisis in de Verenigde Staten sinds de Grote Depressie (1873-1896).² De grote verwevenheid tussen banken zorgde ook in Europa voor de zwaarste crisis sinds de Tweede Wereldoorlog (1940-1945).

2. Gezien het reactieve/responsieve karakter van financiële regulering, bracht de financiële crisis voor onder andere banken heel wat nieuwe regels en verplichtingen met zich mee. Onder impuls van de G20, bracht het *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)*

¹ J. VAN OVERTVELDT, (2013, 9 september). Lehman Brothers, 5 jaar later: een reconstructie. *Trends*. Geraadpleegd via <http://trends.knack.be/economie/finance/lehman-brothers-5-jaar-later-een-reconstructie/article-normal-252209.html> (Consultatie 28 september 2017).

² M.K. BRUNNERMEIER, "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", *Journal of Economic Perspectives* 2009, (77) 77.

in 2011 een aantal aanbevelingen naar voor in Basel III³ om de weerstand van de banken na de crisis terug te versterken. De aanbevelingen hadden in 2011 vooral betrekking op kapitaalverplichtingen, waaronder bepaalde ratio's. Deze aanbevelingen met betrekking tot kapitaalverplichtingen werden ook effectief omgezet in Europese regelgeving: dit resulteerde enerzijds in een richtlijn, de *Capital Requirement Directive (CRD IV)*⁴ en anderzijds in een verordening, de *Capital Requirement Regulation (CRR)*⁵. De omzetting zorgde ervoor dat de aanbevelingen in Basel III verplichtend werden voor Europese banken en ze aan bijkomende, strengere kapitaalverplichtingen dienden te voldoen.⁶ Daarnaast kwamen er ook aanbevelingen met betrekking tot liquiditeitsvereisten⁷ (januari 2013) en leverageratio's⁸ (oktober 2014).

3. De financiële crisis en de verstrengde verplichtingen voor banken hadden ook rechtstreekse gevolgen voor andere ondernemingen. Door de gewijzigde financieringscapaciteit van banken en de striktere voorwaarden inzake bankfinanciering voor banken, werd het voor vele ondernemingen minder evident om nog bankkrediet te verkrijgen.⁹ De economische motor sputterde, want om te innoveren en te investeren hebben ondernemingen nu eenmaal financiële middelen nodig. Dit, versterkt door een gebrek aan vertrouwen in de aandelenmarkten en een zeer lage rente op klassieke beleggingsproducten, zorgde ervoor dat beleggers en bedrijven elkaar onder meer terugvonden op de obligatiemarkten.¹⁰ Obligatieleningen wonnen door de financiële crisis en de economische

³ BCBS, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December 2010.

⁴ Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad 2013/36/EU, 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG, *Pb.L.* 27 juni 2013, afl. 176, 338.

⁵ Verordening (EU) van het Europees Parlement en de Raad nr. 575/2013, 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *Pb.L.* 27 juni 2013, afl. 176, 1.

⁶ European Commission, *Memo: Capital Requirements – CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions*, 16 juli 2013. Geraadpleegd via http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-690_en.htm (Consultatie 28 september 2017).

⁷ *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*.

⁸ *Net Stable Funding Ratio (NSFR)*.

⁹ C. DEVESELEER en D. ROELENS, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 37.

¹⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 1, nr. 2.

recessie die erop volgde, sterk aan belang en er was dan ook een stijging merkbaar in het aantal uitgiftes van obligaties. Zo blijkt bijvoorbeeld uit het jaarlijks verslag van de FSMA van 2012, dat na de financiële crisis een stijgende tendens te zien was in het aantal uitgiftes door genoteerde vennootschappen, alsook in de totaal opgehaalde bedragen: in 2010 werden er slechts drie prospectussen van genoteerde vennootschappen goedgekeurd (goed voor 152 miljoen euro), in 2011 waren dit er vier (goed voor 858 miljoen euro) en in 2012 verdubbelde het aantal uitgiftes ten opzichte van het voorgaande jaar, goed voor 1.710 miljard euro aan opgehaalde bedragen.¹¹

4. Waar voor de crisis de uitgifte van obligaties veelal een vorm van langetermijnfinanciering was voor de grotere, multinationale ondernemingen, werd in obligaties een goed alternatief gezien voor een bankkrediet door ‘kleinere’ ondernemingen. Het woord ‘kleinere’ werd doelbewust tussen aanhalingstekens geplaatst, aangezien het in deze context wel nog steeds gaat over vennootschappen met een grotere omvang dan deze bedoelt in de definitie van art. 15, §1 Wetboek van vennootschappen (W.Venn.). Het gaat in deze context over vennootschappen die kleiner zijn dan de grote, multinationale ondernemingen, maar nog steeds groot genoeg zijn om een zekere bekendheid en vertrouwen te genieten bij het publiek en die via de uitgifte van obligaties toch heel wat kapitaal (miljoenen euro’s) ophalen. Het succes van obligatieleningen als marktfinanciering voor deze ‘kleinere’ ondernemingen, ging niet onopgemerkt voorbij. Dat blijkt onder andere uit het plan van de Europese Commissie met betrekking tot een *Capital Markets Union*.¹² Een van de speerpunten is het verder aanzwengelen van het gebruik van obligaties en dit via ingrepen van de Europese Commissie zelf.¹³ In het plan wordt het onder meer als volgt omschreven: “*De Commissie zal de werking van de Europese markten voor bedrijfsobligaties evalueren, met bijzondere aandacht voor de vraag hoe de liquiditeit van de markt kan worden verbeterd, ook met betrekking tot de potentiële gevolgen van hervormingen in de regelgeving, marktontwikkelingen en vrijwillige normalisatie van aanbiedingsdocumenten*”.¹⁴

¹¹ FSMA, *Jaarlijks verslag van de FSMA 2012*, 2012, 24. Geraadpleegd via https://www.fsma.be/sites/default/files/public/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/pub/nl/fsma_2012.pdf (Consultatie 8 oktober 2017).

¹² European Commission, *Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktenunie*, 30 september 2015, COM/2015/0468.

¹³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 2, nr. 3.

¹⁴ Europese Commissie, *Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktenunie*, 30 september 2015, COM/2015/0468, 15.

2. Probleemstelling

5. In de Belgische rechtsleer werd al heel wat geschreven met betrekking tot de uitgifte van obligaties.¹⁵ De uitgifte is een belangrijk moment in het ‘leven’ van een obligatielening, gezien de vele verplichtingen die aan de emittent worden opgelegd. Vooral de prospectusverplichtingen bij een openbare uitgifte zijn in deze fase zeer belangrijk. De rechtsleer lijkt echter wat uit het oog te verliezen dat er nog heel wat kan gebeuren met een obligatie na het proces van de uitgifte en de plaatsing.

Het is dan ook de bedoeling om in deze masterproef dieper in te gaan op mogelijke incidenten die zich tijdens de looptijd van een obligatielening kunnen voordoen en die mijns inziens als dusdanig onderbelicht bleven in de Belgische rechtsleer. Een bespreking van mogelijke incidenten is relevant in het licht van de veranderde marktomstandigheden en financieringsgewoonten van ondernemingen na de financiële crisis. Doordat nu ook ‘kleinere’ ondernemingen obligatieleningen uitgeven, is de kans groter geworden dat men niet meer te maken zal hebben met een ‘ideale obligatie-uitgifte’¹⁶, als die ervoor al ooit heeft bestaan. Vooral het feit dat bepaalde gebeurtenissen en ontwikkelingen tijdens de looptijd de terugbetaling van het uitgeleende kapitaal in gevaar brengen, kan aanleiding geven tot juridische vragen en problemen waarop veelal beleggers graag een antwoord willen krijgen.

¹⁵ Zie hierover o.m. G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 35-45; J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006”, *Bank Fin.R.* 2006, 167-210; J. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties in het Belgische recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 755-792; M. DUPLAT en P. LAMBRECHT, “Les offres publiques d’instruments de placement et l’exigence de prospectus en droit belge – examen de la loi du 16 juin 2006”, *RPS* 2006, 149-262; P. DE WOLF en G. STEVENS, “La société anonyme. Emission d’obligations et de droits de souscription” in C. JASSOGNE (ed.), *Traité pratique de droit commercial. Tôme 4 – Les sociétés – Volume 2*, Waterloo, Kluwer, 2014, 431–454; P. LAMBRECHT en M. DUPLAT, “L’emprunt obligatoire” in X, *Guide Juridique de l’Entreprise*, Titre IV, Livre 48.4, Antwerpen, Kluwer, 2013, 62 p; X. DIEUX en D. WILLERMAIN, *Offres publiques. Offres et émissions publiques d’instruments de placement – Offres publiques d’acquisition – Offres publique de reprise*, Brussel, Bruylant, 2016, 394 p; S. KIERSENZENBAUW en W. VAN DE WIELE, “Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele ‘capita selecta’ in verband met de aanbidding van beleggingsinstrumenten”, *Bank Fin.R.* 2014, 99-147.

¹⁶ In deze context verstaan als de volledige looptijd van een obligatie, van uitgifte tot terugbetaling, waarbij de obligatie in handen blijft van dezelfde obligatiehouder (wat gezien het bestaan van secundaire markten voor obligaties zo goed als onbestaande is), er geen wijzigingen worden doorgevoerd aan de uitgiftevoorwaarden in het prospectus tijdens de looptijd, de emittent geen wanprestatie begaat, de emittent niet failliet gaat, de obligatie niet vervroegd wordt terugbetaald,...

3. Aanpak en afbakening

6. De bestaande rechtsleer zal voor elk incident samengebracht worden om zo een theoretisch kader te schetsen en dit vooral vanuit een vennootschapsrechtelijk standpunt. Daarnaast is het de bedoeling om dit theoretisch kader te gaan toetsen aan de praktijk via de analyse van verschillende goedgekeurde prospectussen door de *Financial Services and Market Authority* (hierna: *FSMA*).¹⁷ Er zal vooral gekeken worden naar welke clausules zijn opgenomen in de prospectussen die relevant zijn in het licht van mogelijke incidenten of welke clausules juist niet zijn opgenomen en waar men dit misschien beter wel had gedaan. Ook zal voor elk incident worden nagegaan in hoeverre de belegger-obligatiehouder beschermd is en hoe deze bescherming in de prospectussen al dan niet tot uiting komt.

De focus in deze masterproef zal worden gelegd op een beschrijving van het Belgische recht en dit onder meer via een analyse van door de FSMA goedgekeurde prospectussen tussen 2011 en 2017, met betrekking tot openbare uitgiftes van bedrijfsobligaties door Belgische, niet-financiële ondernemingen.

4. Structuur

7. Alvorens dieper in te gaan op de verschillende incidenten tijdens de looptijd van een obligatielening, wordt in **Hoofdstuk I** een algemeen juridisch kader geschetst. Dit hoofdstuk gaat kort in op wat een obligatielening nu juist is en hoe deze gemeenrechtelijk kan worden gekwalificeerd.

Nadien volgt een uitgebreide bespreking van drie mogelijke incidenten tijdens de looptijd van een obligatielening. In **Hoofdstuk II** wordt er stilgestaan bij de wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarden tijdens de looptijd. In het geval van een publieke uitgifte van obligaties speelt veelal de prospectusplicht, maar de focus in dit hoofdstuk ligt vooral op wie bevoegd is om wijzigingen door te voeren en wat men dan precies kan wijzigen. Daarnaast is het mogelijk dat de emittent zich in de uitgiftevoorwaarden een recht op vervroegde terugbetaling voorbehoud of er voorzien is in een recht van vervroegde opeisbaarheid voor de

¹⁷ In de voetnoten zal als volgt worden verwezen naar relevante bladzijden uit een prospectus: Prospectus ‘Naam van de emittent’ (d.d. ‘datum van goedkeuring’), ‘relevante bladzijde(n)’ (Vb: Prospectus Proximus NV (d.d. 2 september 2015), 35.). Alle geanalyseerde prospectussen kunnen geraadpleegd worden via de website van de FSMA (<https://www.fsma.be/nl/prospectus-ems>).

obligatiehouders in welbepaalde gevallen. Beide hebben een vroegtijdige terugbetaling van de obligatielening tot gevolg en dit wordt besproken in **Hoofdstuk III**. Tot slot wordt in **Hoofdstuk IV** stilgestaan bij de verplichtingen van de partijen bij de obligatieleningsovereenkomst en de schendingen van deze verplichtingen die een wanprestatie zullen uitmaken. Hierbij wordt vooral dieper ingegaan op de gevolgen voor de obligatielening van de wanprestatie begaan door de emittent.

De masterproef wordt in het **Besluit** afgesloten met een aantal persoonlijke stellingen en conclusies uit zowel de literatuurstudie als uit de praktijkstudie.

Hoofdstuk I . Algemeen juridisch kader

8. Vooraleer dieper in te gaan op mogelijke incidenten tijdens de looptijd van een obligatielening, wordt in dit hoofdstuk een omschrijving gegeven van wat een obligatielening nu juist is en hoe deze juridisch gekwalificeerd kan worden. De juridische kwalificatie heeft een invloed op hoe er met mogelijke incidenten tijdens de looptijd van de obligatielening moet worden omgegaan.

AFDELING 1. BEGRIPSOMSCHRIJVING

9. Het Wetboek van vennootschappen stelt in art. 243 (voor wat betreft de BVBA) en art. 485 (voor wat betreft de NV en de Comm. VA) dat voorgenoemde vennootschappen “*een contract van lening in de vorm van uitgifte van obligaties*” kunnen aangaan, zonder echter te gaan omschrijven wat een obligatielening precies is.¹⁸

10. Gezien het gebrek aan een wettelijke definitie in het Wetboek van vennootschappen¹⁹, is het uiteindelijk de rechtsleer die op basis van verschillende elementen en interpretaties met licht verschillende definities naar voren is gekomen.

DELANG omschrijft een obligatielening als volgt: “*Een obligatielening is een collectieve leningsovereenkomst aangegaan door de vennootschap ten aanzien van één of meerdere personen. De obligatielening is verdeeld in meerdere obligaties, wat het voordeel heeft dat verschillende obligatiehouders kunnen inschrijven voor een relatief laag bedrag en de vennootschap toch een behoorlijk bedrag kan ophalen. De schuld van de vennootschap neemt de vorm aan van een lening, die ze op korte of lange termijn moet terugbetalen. De verstrekte lening bestaat uit geld.*”²⁰ De auteur wijst er daarnaast ook op dat het niet noodzakelijk is dat er verschillende obligatiehouders zijn. Het is dus (theoretisch) mogelijk dat één obligatiehouder inschrijft voor het volledige bedrag van de obligatielening.

¹⁸ C. SUNT, “Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht” in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, 582, nr. 6; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 9, nr. 15; G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 1.

¹⁹ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 1.

²⁰ N. DELANG, “Commentaar bij artikel 243 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, (91) 93.

Waar bovenstaande definitie van DELANG vooral de focus legt op het (collectieve) leningsaspect van de obligatieovereenkomst, blijft het aspect dat de inschrijvers op de obligatielening een effect (obligatie) krijgen nogal onderbelicht. DELANG wijst er wel op dat een obligatielening verdeeld kan zijn in meerdere obligaties, maar koppelt dit vooral aan het te betalen en op te halen bedrag en niet aan het toch wel belangrijke aspect van de verhandelbaarheid van het effect. De definitie van LAMBRECHT en DUPLAT heeft het daarentegen wel over de verhandelbaarheid van het effect: *“Un emprunt obligatoire est un prêt consenti à moyen ou à long terme, par une pluralité de créanciers (cocréancier d’une seule et même dette représentant le montant total de l’emprunt), à la suite d’un placement privé ou d’une souscription publique, à une société qui émet en représentation des sommes prêtées un certain nombre de titres négociables conférant chacun des droits de créance identiques”*.²¹

11. Bovenstaande aangehaalde definities zijn twee voorbeelden uit een hele reeks van definities die men in de rechtsleer terugvindt, maar ze zijn beide geenszins volledig. Om tot een volledige definitie te komen, dienen de verschillende definities te worden gecombineerd. Het is dan ook de heel recent (2017) gegeven definitie door BRULOOT en MARESCEAU die in het kader van deze masterproef in het achterhoofd dient gehouden te worden: *“(…) kan een obligatielening worden omschreven als een collectieve lening die wordt opgesplitst in meerdere effecten (obligaties) waarop één of meerdere partijen kunnen inschrijven. Met de obligatie verkrijgt de inschrijver (de uitlener) een in de regel overdraagbaar effect in handen dat een schuldvordering (een deel van de collectief geleende geldsom) op de emittent (de ontlener) vertegenwoordigt en waaraan een aantal bijzondere rechten zijn verbonden.”*.²²

AFDELING 2. DE JURIDISCHE KWALIFICATIE: ‘LENING’

12. Zowel art. 243 W.Venn. (voor wat betreft de BVBA) als art. 485 W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA) spreken over een ‘contract van lening’. De kwalificatie van obligatielening als lening, is van belang in het licht van de mogelijke incidenten tijdens de looptijd van de obligatie die in deze masterproef worden besproken. Het Wetboek van

²¹ P. LAMBRECHT en M. DUPLAT, “L’emprunt obligatoire” in X, *Guide Juridique de l’Entreprise*, Titre IV, Livre 48.4, Antwerpen, Kluwer, 2013, 11, nr. 050.

²² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 10, nr. 17.

vennootschappen verwijst hiermee dan ook naar de artikelen in het Burgerlijk Wetboek (BW) met betrekking tot de lening. Bijgevolg zijn onder andere de artikelen 1874 tot en met 1914 BW van toepassing op de obligatielening en zullen deze ook van belang zijn in het kader van mogelijke incidenten tijdens de looptijd. Het Burgerlijk Wetboek maakt in art. 1874 een onderscheid tussen twee soorten van leningen: een bruiklening²³ of commodaat (art. 1875 – 1891 BW) en een verbruiklening²⁴ of eenvoudige lening (art. 1892 – 1904 BW).²⁵

13. In het geval van een obligatielening zal het zo goed als altijd gaan over een ‘verbruiklening’²⁶, eerder dan over een ‘bruiklening’²⁷, aangezien er gelijksoortige zaken (teruggave *in genere*) en niet dezelfde zaken (teruggave *in specie*) moeten worden teruggegeven.²⁸ Op het einde van de looptijd zal de emittent het bedrag dat door de obligatiehouder aan hem werd uitgeleend, moeten terugbetalen. Er zal ook zo goed als altijd een interest moeten betaald worden aan de obligatiehouder en dit strookt niet met art. 1876 BW waarin is bepaald dat de bruikleen “*essentieel een overeenkomst om niet is*”.

14. Beide soorten leningen kunnen wel als zakelijke²⁹ en eenzijdige³⁰ overeenkomsten gekwalificeerd worden en deze kwalificatie is bijgevolg ook voor de obligatielening relevant. De leningsovereenkomst ontstaat pas na de afgifte van de geleende zaak en er blijft op grond van de leningsovereenkomst na deze afgifte geen enkele verplichting meer over voor de

²³ Art. 1874, tweede lid BW: “*De lening van zaken die niet teniet gaan door het gebruik dat men ervan maakt*”.

²⁴ Art. 1874, derde lid BW: “*En de lening van zaken die teniet gaan door het gebruik dat men ervan maakt*”.

²⁵ B. TILLEMANS, *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht, X. Overeenkomst, Deel 2. Bijzondere overeenkomsten, C. Bruikleen, bewaargeving en sekwestering*, Antwerpen, Kluwer, 2000, 419, nr. 893; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 10-11, nrs. 19-21.

²⁶ Art. 1892 BW: “*Verbruiklening is een contract waarbij de ene partij een zekere hoeveelheid zaken die door het gebruik teniet gaan, aan de andere partij afgeeft, onder verplichting voor deze om aan de eerstgenoemde evenzoveel van gelijke soort en hoedanigheid terug te geven*”.

²⁷ Art. 1875 BW: “*Bruiklening of commodaat is een contract waarbij de ene partij aan de andere een zaak afgeeft om daarvan gebruik te maken, onder de verplichting voor degene die de zaak ontvangt, die terug te geven na daarvan gebruik te hebben gemaakt*”.

²⁸ S. VANDERHEYDE, “Commentaar bij artikel 1874 BW” in *Comm. Bijz. Ov.* 2016, afl. 105, (9) 12, nr. 2.

²⁹ B. TILLEMANS, *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht, X. Overeenkomst, Deel 2. Bijzondere overeenkomsten, C. Bruikleen, bewaargeving en sekwestering*, Antwerpen, Kluwer, 2000, 426, nr. 903; N. DELANG, “Commentaar bij artikel 243 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, (91) 94.

³⁰ B. TILLEMANS, *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht, X. Overeenkomst, Deel 2. Bijzondere overeenkomsten, C. Bruikleen, bewaargeving en sekwestering*, Antwerpen, Kluwer, 2000, 432, nr. 916.

uitlener (obligatiehouder).³¹ De ontlener (emittent) heeft daarentegen wel nog de verplichting om de uitlener (obligatiehouder) terug te betalen *in genere* en is eventueel ook verplicht een rente (dewelke vast of variabel kan zijn) te betalen.³²

15. Het kwalificeren van de obligatielening als verbruiklening brengt niet alleen de toepasselijkheid van de artikelen met betrekking tot de lening met zich mee,³³ maar ook de toepasselijkheid van alle relevante bepalingen uit het Burgerlijk Wetboek. De relevante bepalingen uit het Burgerlijk Wetboek zijn maar toepasselijk in zoverre het Wetboek van vennootschappen hiervan niet uitdrukkelijk afwijkt.³⁴ Wat de gevolgen hiervan zijn voor de mogelijke incidenten tijdens de looptijd van de obligatielening, zal blijken uit de bespreking van deze incidenten in het vervolg van deze masterproef.

AFDELING 3. HET COLLECTIEVE KARAKTER VAN DE OBLIGATIELENING

16. Zoals blijkt uit de inleiding, is de stijgende populariteit van obligaties na de financiële crisis niet te verwonderen. Ondernemingen die op zoek zijn naar financiering op (middel)lange termijn, zien in obligatieleningen terecht een aantal voordelen ten opzichte van andere financieringsvormen. Zo zullen obligaties heel wat beleggers kunnen aantrekken die eerder een ‘defensief’ beleggersprofiel hebben en die een investering in aandelen, welke meer volatiel zijn, als te risicovol beschouwen. Er zal ook - in tegenstelling tot het uitgeven van nieuwe aandelen - geen verwatering zijn van het bestaande kapitaal en de bestaande groep aandeelhouders zal hun macht binnen de vennootschap onveranderd zien. Daarnaast zijn banken minder snel geneigd om bankkredieten te gaan verstrekken dan voor de financiële crisis, tenzij onder strengere voorwaarden in vergelijking met obligatieleningen. De verplichtingen en garanties die de emittent zelf gaat opnemen in het prospectus, zullen in vergelijking met bankkredieten veelal beperkter en minder verregaand zijn.

³¹ B. TILLEMANN, *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht, X. Overeenkomst, Deel 2. Bijzondere overeenkomsten, C. Bruikleen, bewaargeving en sekwester*, Antwerpen, Kluwer, 2000, 432-433, nr. 918.

³² A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1892 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (77) 78, nr. 1; A. VERBEKE, P. BRULEZ, N. CARETTE en N. HOEKX, *Bijzondere overeenkomsten in kort bestek*, Antwerpen, Intersentia, 2010, 210.

³³ Art. 1874 tot en met art. 1914 BW (Zie *supra* nr. 12).

³⁴ De bepalingen uit het Wetboek van vennootschappen moeten in deze context als *lex specialis* worden beschouwd. Zie D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 17, nr. 37.

17. Het collectieve karakter, wat een uniek kenmerk is van de obligatielening, maakt deze financieringsvorm werkbaar en is een van de belangrijkste voordelen ten opzichte van andere financieringsvormen. Want zoals blijkt uit de definitie van BRULOOT en MARESCEAU, kan de obligatielening worden omschreven als “*een collectieve lening die wordt opgesplitst in meerdere effecten, obligaties genaamd, waarop één of meerdere partijen kunnen inschrijven.*”.³⁵ De obligatielening laat dus toe om bij meerdere personen een (klein) deel van een groter bedrag op te halen, zonder dat er per se met elk van deze personen individueel een overeenkomst moet onderhandeld worden. Dit in tegenstelling tot klassieke leningen waarbij de lening veelal door één (bv. één enkele kredietinstelling) of een heel beperkt aantal entiteit(en) (bv. een consortiumkrediet³⁶) wordt toegekend en dit voor het volledige bedrag.³⁷ De uit de klassieke lening voortkomende schuldvordering is daarnaast ook niet belichaamd in een effect en de overdraagbaarheid is ten gevolg hiervan in grote mate beperkt.³⁸

18. De obligatielening maakt in hoofde van de emittent maar één globale schuld uit en alle obligaties worden uitgegeven op grond van dezelfde overeenkomst. Bijgevolg is er in verhouding met alle obligatiehouders maar één set van contractuele regelen van toepassing. De obligatievoorwaarden in het prospectus worden geacht alle aspecten van de rechtsverhouding, die het gevolg is van de obligatielening, tussen de emittent (ontlener) en de obligatiehouders (uitleners) te regelen.³⁹ Door in te tekenen op de obligatie, gaat de obligatiehouder akkoord met de obligatievoorwaarden opgenomen in het prospectus en zullen deze de contractuele relatie die de obligatiehouder heeft met de emittent gaan binnendringen. Dit heeft als voordeel voor de emittent dat hij onder dezelfde voorwaarden meerdere geldschieters tegelijkertijd kan aanspreken en niet telkens een individuele financieringsovereenkomst dient te onderhandelen. Aangezien de obligatielening vertegenwoordigd wordt door effecten, zullen dezelfde obligatievoorwaarden ook van toepassing worden op elke nieuwe obligatiehouder die één of meerdere obligatie(s) van de

³⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 10, nr. 17.

³⁶ Een krediet toegekend door een ‘syndicaat’ of ‘consortium’ van banken en betekent dat meerdere banken samen een krediet gaan verstrekken aan bijvoorbeeld een onderneming. Hierbij gaat het nog steeds om een klassieke lening en niet om een collectieve lening in de zin van een obligatielening.

³⁷ B. BROUCKE, “Zekerheden ten gunste van een collectiviteit van schuldeisers – de praktijk van gesyndiceerde kredieten” in *Voorrechten en hypotheke. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2009, losbl.

³⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 60, nrs. 136-137.

³⁹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 18-19, nr. 40.

emittent verkrijgt. Deze nieuwe obligatiehouder verkrijgt zo een deel in de collectieve schuld en zal als het ware de oude obligatiehouder vervangen als contractspartij bij de obligatieovereenkomst.⁴⁰ Er dient opgemerkt te worden dat zonder de uitgifte van obligaties geen sprake kan zijn van een obligatielening zoals hiervoor geanalyseerd. De opsplitsing van de collectieve lening in verschillende effecten is een constitutioneel kenmerk van de obligatielening.⁴¹

19. Het is voor een individuele obligatiehouder wel degelijk mogelijk om met de emittent van de obligatieovereenkomst afwijkende afspraken te maken. Een obligatiehouder blijft een individuele contractspartij en de emittent sluit met elk van hen een afzonderlijke leningsovereenkomst. Maar de obligatievoorwaarden van deze afzonderlijke leningsovereenkomst zijn wel vastgelegd in een collectief instrument, namelijk de obligatieovereenkomst. De individuele leningsovereenkomst gesloten tussen een obligatiehouder en de emittent, kan in geval van wilsovereenstemming aangepast worden en er kan dus van de overkoepelende obligatieovereenkomst worden afgeweken.⁴² Het spreekt voor zich dat deze afwijkende afspraken de collectiviteit van de obligatiehouders gaat doorbreken, aangezien er voor enkelen onder hen afwijkende afspraken gelden. In geval van een incident zal er dus door de emittent rekening moeten gehouden worden met deze afwijkende afspraken. In het kader van deze masterproef zal met afwijkende afspraken met individuele obligatiehouders geen rekening kunnen worden gehouden aangezien deze - in tegenstelling tot de door de FSMA goedgekeurde prospectussen - niet openbaar worden gemaakt.

20. Het feit dat er op de contractuele verhouding met alle obligatiehouders eenzelfde set van regelen van toepassing is, is de reden waarom het prospectus van groot belang is tijdens de looptijd van de obligatielening. In geval van een incident tijdens de looptijd, zal er eerst en vooral gekeken worden naar de obligatievoorwaarden bepaald in het prospectus. Het is van belang om het collectieve karakter van een obligatielening vóór de bespreking van mogelijke

⁴⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 20, nr. 43.

⁴¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 22, nrs. 47-48; G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 1-2.

⁴² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 20, nr. 44.

incidenten tijdens de looptijd te onderstrepen, want dit heeft wel degelijk een invloed op hoe er met deze incidenten zal worden omgegaan.

Hoofdstuk II . Wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarden

AFDELING 1. HET PROSPECTUS

A. DE PROSPECTUSPLICHT

21. In deze masterproef wordt de focus gelegd op publieke uitgiftes van bedrijfsobligaties door Belgische, niet-financiële ondernemingen. Aangezien de onderneming bij een publieke uitgifte van obligaties een openbaar beroep op het spaarwezen doet, zal rekening moeten gehouden worden met de bepalingen uit de Prospectuswet^{43, 44}. Dit in tegenstelling tot een private emissie⁴⁵, waarbij er geen bijzondere formaliteiten door de emittent dienen nageleefd te worden.

Artikel 68*bis* van de Prospectuswet somt op een limitatieve wijze de personen en instellingen op die in België een beroep mogen doen op het publiek teneinde gelddeposito's of andere terugbetaalbare gelden in te zamelen of in ontvangst te nemen. Vóór de Prospectuswet van 16 juni 2006 was er met betrekking tot het publiek beroep op het spaarwezen een juridisch monopolie voor kredietinstellingen.⁴⁶ Met de invoering van art. 68*bis* in de Prospectuswet kregen naast kredietinstellingen, ook een in de wet bepaald aantal personen en instellingen de mogelijkheid om een publiek beroep te doen op het spaarwezen. Dit artikel is van groot

⁴³ Wet 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 21 juni 2006. Deze wet werd ondertussen al aangepast, naar aanleiding van de omzetting van twee Europese richtlijnen. Zie hiervoor: Wet van 17 juli 2013 tot wijziging, met het oog op de omzetting van de Richtlijnen 2010/73/EU en 2010/78/EU, van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, van de wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen en van de wet van 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, en houdende diverse bepalingen, *BS* 6 augustus 2013.

⁴⁴ Voor invulling van de notie 'openbaar beroep op het spaarwezen' bij een NV, kan verwezen worden naar art. 438 W.Venn.

⁴⁵ Een private emissie is het plaatsen van obligaties binnen een beperkte kring van relaties of bekenden (zie G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 38).

⁴⁶ Dit stond bepaald in het ondertussen opgeheven art. 4, wet 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen, *BS* 19 april 1993. Dit opgeheven artikel werd opgenomen in art. 68*bis* van de Prospectuswet en daarnaast ook uitgebreid.

belang voor onder andere ondernemingen die een obligatielening willen uitschrijven en deze obligaties publiek willen aanbieden. Zonder de invoering van dit artikel hadden ze deze financieringsvorm niet kunnen aanwenden.⁴⁷

22. Voor ondernemingen is vooral art. 68*bis*, eerste lid, 6° Prospectuswet van belang. Dit artikel bepaalt dat personen, ondernemingen en instellingen die aanbiedingen tot verkoop van of tot inschrijving op beleggingsinstrumenten (waaronder obligaties) uitbrengen naar aanleiding waarvan een beroep wordt gedaan op terugbetaalbare gelden die men van het publiek ontvangt, onderhevig zijn aan de bepalingen opgenomen in deze Prospectuswet. De belangrijkste verplichting die uit deze bepaling volgt voor een onderneming is dat ze met betrekking tot deze beleggingsinstrumenten - dus ook voor obligaties - een prospectus moeten opstellen, deze laten goedkeuren door de FSMA en daarna publiceren.

Het is van belang te onderstrepen dat het gedeelte van de Prospectuswet dat betrekking heeft op de omstandigheden waarin een prospectus moet worden opgemaakt, voor een groot deel gesteund is op Europese regelgeving, nl. de Prospectusrichtlijn⁴⁸. Deze Prospectusrichtlijn wordt verder uitgevoerd door Verordening nr. 809/2004⁴⁹, dewelke in detail gaat beschrijven welke informatie het prospectus dient te bevatten. Hierdoor is de prospectusplicht binnen de Europese Economische Ruimte geharmoniseerd en spreekt men ook van het ‘Europees Paspoort’. Deze harmonisatie laat een systeem van wederzijdse erkenning van prospectussen toe en zorgt ervoor dat Belgische ondernemingen hun obligaties op de gehele Europese financiële markt aan het publiek kunnen aanbieden, zonder in elk land een aparte prospectus te moeten opmaken en deze te laten goedkeuren door de nationale toezichthouder. Dit zorgt voor een efficiëntere werking van de markten en laat ondernemingen toe gemakkelijker geld

⁴⁷ J.-F. KEUSTERMANS, “De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht”, *TRV* 2014, (347) 348.

⁴⁸ Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad 2003/71/EG, 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van de Richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2003, afl. 345, 64. Deze Prospectusrichtlijn werd gewijzigd door Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad 2010/73/EU, 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, *Pb.L.* 11 december 2010, afl. 327, 1.

⁴⁹ Verordening van de Commissie nr. 809/2004, 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 149, 1.

op te halen zonder telkens in verschillende landen de zware prospectusprocedure te moeten doorlopen.

23. Een uitgevende onderneming (emittent) zal een prospectus moeten opstellen wanneer deze obligaties gaat aanbieden aan het publiek, dan wel wanneer de obligaties worden toegelaten tot verhandeling op een gereguleerde markt⁵⁰ en de drempels bepaald in art. 15 Prospectuswet worden overschreden.⁵¹ Op dat moment is er sprake van een openbare aanbieding. Deze prospectus zal de emittent moeten laten goedkeuren door de FSMA en de emittent zal op haar beurt de goedgekeurde prospectus publiceren.⁵² Ook de FSMA publiceert op haar website de door haar goedgekeurde prospectussen. Het verplichtend stellen van het opmaken en publiceren van het prospectus heeft als doel de potentiële investeerders in staat te stellen een weloverwogen investeringsbeslissing te nemen.⁵³ De FSMA zal enkel de informatie opgenomen in het prospectus controleren op haar juistheid en zal zich niet uitspreken over de opportuniteit van de belegging.

B. INHOUD: UITGIFTEVOORWAARDEN

24. Indien de grenzen in art. 15 Prospectuswet overschreden zijn en er bijgevolg sprake is van een openbare aanbieding, begint voor de emittent het echte werk. De emittent zal verplicht een prospectus moeten opstellen. Het opstellen van een prospectus is een werk van lange adem waaraan de emittent, samen met veelal gerenommeerde advocatenkantoren en banken, de nodige aandacht dient te besteden. Het valt dan ook op in de praktijk dat een aantal emittenten eens ze tot een openbare uitgifte zijn overgegaan - en ze een goed prospectus hebben waarin ze de nodige middelen (tijd, geld en moeite) hebben gestoken - binnen een (aantal) jaar terug overgaan tot één of meerdere uitgiftes.⁵⁴

⁵⁰ In België is er maar één gereguleerde markt, namelijk Euronext Brussels.

⁵¹ G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 38.

⁵² Zie art. 20, §1 Prospectuswet.

⁵³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 84, nr. 180.

⁵⁴ Bij wijze van illustratie kan in deze zin verwezen worden naar de prospectussen van Terra² NV (d.d. 30 september 2009, 19 oktober 2010, 18 oktober 2011, 8 november 2011, 27 juni 2013, 1 juli 2014, 30 juni 2015, 29 juni 2016 en 10 oktober 2017), VGP (d.d. 19 juni 2013, 18 november 2013, 6 september 2016 en 20 juni 2017), Elia System Operator (d.d. 31 januari 2013, 11 maart 2014, 28 april 2015 en 17 mei 2016), Proximus NV (d.d. 2 september 2015 en 14 maart 2017) en Eandis CVBA (d.d. 31 oktober 2012, 17 september 2013, 25 november 2014 en 2 juni 2017). Er kan dus gesteld worden dat eenmaal de kosten voor het opstellen zijn gemaakt en er finaal een goed prospectus voorligt, men dit prospectus mits de nodige aanpassingen gewoon kan copy-pasten voor nieuwe uitgiftes.

De wetgever heeft de emittent bepaalde informatieverplichtingen opgelegd die dienen opgenomen te worden in het prospectus om zo de belegger te beschermen.⁵⁵ Het gaat onder meer over informatie met betrekking tot risico's, financiële gegevens en analyses, toekomstperspectieven, etc. van de emittent.⁵⁶

25. Het prospectus dient niet alleen om te informeren, maar ook voor de emittent om uitgiftevoorwaarden te bepalen en clausules te voorzien die bindend zijn ten aanzien van de obligatiehouders. Wanneer de belegger beslist om na het doornemen van het prospectus in te tekenen op een obligatie, zullen de voorwaarden bepaald in het prospectus deel gaan uitmaken van de contractuele relatie met de emittent.⁵⁷ De emittent moet zich ervan bewust zijn dat hij zo bepaalde zaken eenzijdig aan de obligatiehouder kan opleggen.

26. In principe is het de raad van bestuur die beslist om een obligatielening uit te schrijven en dit op grond van een residuaire bevoegdheid⁵⁸. De raad van bestuur kan dit beslissen bij gewone meerderheid.⁵⁹ De uitgifte van een gewone obligatie heeft geen invloed op de aandeelhoudersstructuur van de emittent.⁶⁰ Dit in tegenstelling tot de uitgifte van een converteerbare obligatie of een obligatie met warrant, dewelke wel een invloed kunnen hebben op de aandeelhoudersstructuur van de emittent en waarbij de bevoegdheid tot uitgifte van deze toekomt aan de algemene vergadering van aandeelhouders.⁶¹ Het is daarnaast ook mogelijk dat de statuten van de vennootschap bepalen dat de uitgifte van een obligatielening

⁵⁵ Deze verplichtingen kunnen worden teruggevonden in art. 24, §1 Prospectuswet. Een overzicht van de essentiële gegevens die zeker in het prospectus moeten staan en de gegevens die verplichtend in de samenvatting van het prospectus moeten worden opgenomen, staan in art. 24, §2 Prospectuswet. Voor de minimuminhoud van het prospectus dient er ook verwezen te worden naar Verordening EG 809/2004.

⁵⁶ Een bespreking van deze informatieverplichtingen zou ons in het kader van deze masterproef te ver leiden en wordt bijgevolg buiten beschouwing gelaten.

⁵⁷ Zie *supra* nr. 18.

⁵⁸ De raad van bestuur in een NV of de zaakvoerders in een BVBA, zijn bevoegd om alle handelingen te verrichten die niet door de wet aan de algemene vergadering van aandeelhouders is toegewezen. Zie hierover art. 257, eerste lid (voor wat betreft de BVBA) en art. 522, §1, eerste lid W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA).

⁵⁹ G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 37.

⁶⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 79, nr. 171.

⁶¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 81-82, nr. 178; G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 37.

onderworpen is aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders.⁶² De bevoegdheid van de vennootschapsorganen om te beslissen tot uitgifte van een obligatielening, brengt met zich mee dat deze ook bevoegd zijn om de uitgiftevoorwaarden te bepalen.

27. Het bevoegde vennootschapsorgaan zal, al dan niet in samenspraak met potentiële inschrijvers op de obligatielening, onder andere volgende uitgiftevoorwaarden bepalen⁶³:

- het totaalbedrag van de obligatielening;
- de uitgifteprijs van de obligaties (onder pari (vb. 99%), a pari (100%) of boven pari (101%);
- de rentevoet van de obligaties;
- de momenten van interestbetaling (zal veelal jaarlijks zijn);
- de looptijd van de obligatielening;
- de contractuele bescherming van de obligatiehouder (via verleende zekerheden en *covenants*);
- de vorm van de effecten (veelal gedematerialiseerd⁶⁴);
- de mogelijkheid tot vervroegde terugbetaling en vervroegde opeisbaarheid⁶⁵.

De uitgiftevoorwaarden worden in principe vrij bepaald door de emittent. Een uitzondering hierop is dat in de BVBA de nominale waarde van de obligaties minimaal 25 euro per obligatie moeten bedragen, tenzij ze in een vreemde munt worden uitgedrukt.⁶⁶

AFDELING 2. BEVOEGDHEDEN TOT WIJZIGING

28. De obligatielening is voor ondernemingen een financieringsbron op (middel)lange termijn, waarbij de looptijd varieert tussen minimum 3 jaar en maximum 20 jaar. Een analyse van de prospectussen tussen 1 januari 2011 en 31 december 2016 leert ons dat de looptijd van

⁶² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 80, nr. 172; G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 37.

⁶³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 79-80, nr. 171; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 81, nr. 175.

⁶⁴ G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 24-31.

⁶⁵ Zie *infra* Hoofdstuk III.

⁶⁶ Art. 243, tweede lid W.Venn.

obligatieleningen veelal tussen de 7 à 10 jaar ligt. Specifiek bij converteerbare obligaties is het conversierecht wettelijk beperkt tot maximaal 10 jaar na de uitgifte (art. 489, eerste lid W.Venn.), maar de obligatielening kan nadien – zonder het conversierecht welteverstaan - nog een bepaalde tijd doorlopen. Het is dan zeker niet ondenkbaar dat de emittent of de obligatiehouders wijzigingen willen zien aan de uitgiftevoorwaarden in de obligatieovereenkomst en dus ook aan het prospectus in geval van een publieke uitgifte. Deze wijzigingen kunnen betrekking hebben op alle obligatievoorwaarden opgenomen in het prospectus. In de praktijk ziet men vooral dat men wijzigingen wil doorvoeren met betrekking tot de looptijd van de obligatie, de rentevoet van de obligatie en het toevoegen of schrappen van bepaalde zekerheden aangegaan door de emittent.

29. Het collectieve karakter van de obligatielening en het feit dat verschillende personen op de lening kunnen intekenen, zorgde vóór de invoering van de algemene vergadering van obligatiehouders (AVO) voor veelal praktische problemen. Als men een wijziging wilt doorvoeren aan contractuele verbintenissen, is hiervoor wilsovereenstemming van alle contractspartijen nodig.⁶⁷ Indien een contractspartij niet akkoord is, kan de wijziging hem niet binden. In geval van een obligatielening kan een emittent geconfronteerd worden met een groot aantal obligatiehouders.

Maar de obligatielening is gelukkig geen rechtsfiguur die alleen door het verbintenissenrecht wordt geregeld, maar ook door het vennootschapsrecht. Als dit niet het geval was geweest, had de emittent met elk van de obligatiehouders tot een akkoord moeten komen om een wijziging in de uitgiftevoorwaarden door te voeren. In het geval van duizenden obligatiehouders en zeker ook bij een verhandeling op een secundaire markt met vaak wisselende obligatiehouders, zou dit een onmogelijke operatie zijn. Daarom heeft de Belgische wetgever in het vennootschapsrecht een bijzonder instituut opgenomen: de algemene vergadering van obligatiehouders (AVO).

⁶⁷ Volgt *a fortiori* uit art. 1134, tweede lid BW dat stelt dat elkeen in onderling overleg de overeenkomst mag beëindigen.

A. DE ROL VAN DE ALGEMENE VERGADERING VAN OBLIGATIEHOUDERS (AVO)

1. Algemeen

30. De algemene vergadering van obligatiehouders (hierna: AVO) is pas in 1913 door de wetgever geïnstitutionaliseerd, na kritiek uit de rechtsleer. Men vond in de rechtsleer dat de wetgever niet voldoende aandacht had besteed aan het feit dat obligatiehouders schuldeisers van een bijzondere aard zijn. Ze zijn namelijk mede-schuldeisers van één schuldvordering (de obligatielening) en volgens RESTEAU bestaat er tussen hen een ‘onzichtbare ketting’.⁶⁸

31. De AVO speelt dan ook een belangrijke rol in het kader van wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarden in het prospectus.⁶⁹ De vergadering laat de emittent toe om wijzigingen aan te brengen aan het prospectus, zonder dat deze hiervoor de individuele toestemming nodig heeft van alle obligatiehouders.⁷⁰ De AVO is dan ook door de wetgever in eerste instantie gecreëerd om het belang van de emittent te dienen.⁷¹ Want vóór de invoering van de AVO in 1913, had men de instemming nodig van elke obligatiehouder en dit zorgde *de facto* voor een vetorecht tegen een mogelijke wijziging. Zo kon de individuele obligatiehouder zijn eigen belangen vooropstellen en de emittent-vennootschap in een mogelijke impasse brengen. Wanneer daarentegen nu een gekwalificeerde meerderheid van de obligatiehouders die op de AVO een wijziging in de uitgiftevoorwaarden en de daaruit voortvloeiende contractuele verbintenissen goedkeurt, kan een andere obligatiehouder zich geconfronteerd zien met een ongewilde wijziging van de obligatieleningsovereenkomst. Dit kan zelfs wanneer deze obligatiehouder tegen de wijziging zou hebben gestemd en zelf wanneer deze niet op deze algemene vergadering aanwezig was. In deze context voorziet het vennootschapsrecht in een

⁶⁸ C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes devant les lois belges*, III, Brussel, Larcier, 1913, 299, nr. 1542 (aan wie de metafoor van de “*chaîne invisible*” werd ontleend) zoals aangehaald in P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 6.

⁶⁹ Het juridisch kader van de algemene vergadering van obligatiehouders is gedetailleerd geregeld in het Wetboek van vennootschappen: art. 292 – 301 W.Venn. voor wat betreft de BVBA en art. 568 – 580 W.Venn. voor wat betreft de NV en de Comm. VA. Zie ook C. SUNT, “Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht” in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, 588, nr. 12.

⁷⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 72, nr. 163.

⁷¹ C. DEVESELEER en D. ROELENS, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 38; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 6.

belangrijke afwijking van het principe *pacta sunt servanda* uit het gemeen verbintenissenrecht (art. 1134, tweede lid BW).⁷²

32. De AVO wordt in het Wetboek van vennootschappen dan wel besproken onder de titel ‘Organen’⁷³, maar het is geen vennootschapsorgaan. MONARD wijst erop dat aan de titel ‘Organen’ een niet te grote betekenis moet gegeven worden.⁷⁴ Het moet in de zin van het Wetboek van vennootschappen in zijn meest algemene betekenis gelezen worden, zijnde als onderdeel van een organisatiestructuur. De AVO is geen permanent orgaan, dat de vennootschap niet vertegenwoordigt en wiens beslissingen tot wijziging van de uitgiftevoorwaarden steeds door de emittent moeten worden goedgekeurd.⁷⁵ Wanneer de AVO wel als vennootschapsorgaan zou worden gekwalificeerd, had het kunnen beslissen tot wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarden zonder het akkoord van de emittent en had de AVO zo het vennootschapsvermogen kunnen uithollen ten nadele van de aandeelhouders.⁷⁶ De wijzigingen dienen in de NV door de raad van bestuur en in de BVBA door de zaakvoerder(s) te worden goedgekeurd.⁷⁷ De AVO drukt nu alleen maar de wil uit van één partij bij de obligatieovereenkomst, namelijk de collectiviteit van obligatiehouders (uitleners).

De AVO kan zowel gebruikt worden door de emittent als door de obligatiehouders om wijzigingen aan de obligatievoorwaarden doorgevoerd te krijgen.⁷⁸ Uit de analyse van

⁷² C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes, Tôme III*, Brussel, Swinnen, 1985, 363, nr. 1611; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 226, nr. 467; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 7; P. LAMBRECHT en M. DUPLAT, “L’emprunt obligatoire” in X, *Guide Juridiques de l’Entreprise*, Titre IV, Livre 48.4, Antwerpen, Kluwer, 2013, 58-59, nr. 910. Zie ook: Voorz. Kh. Brussel 8 november 2010, *TRV* 2011, 118-119, noot M. MONARD.

⁷³ Wat de BVBA betreft is dit onder Boek VI, Titel IV, Hoofdstuk IV en wat de NV betreft is dit onder Boek VIII, Titel IV, Hoofdstuk IV.

⁷⁴ Voorz. Kh. Brussel 8 november 2010, *TRV* 2011, 119, noot M. MONARD, hierbij verwijzend naar J. DELVOIE, *Orgaantheorie in rechtspersonen van privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2011, 19, nr. 15.

⁷⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 184, nr. 393; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 12.

⁷⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 227, nr. 468.

⁷⁷ C. DEVESELEER en D. ROELENS, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 46; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 13-14.

⁷⁸ C. DEVESELEER en D. ROELENS, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 38-39.

prospectussen blijkt wel dat er gescheiden vergaderingen kunnen worden gehouden voor houders van een verschillende soort van obligaties.⁷⁹

2. Bijeenroeping

33. Vooraleer dieper in te gaan op de bevoegdheden die de AVO heeft met betrekking tot wijzigingen in de uitgiftevoorwaarden, dient eerst stil te worden gestaan bij hoe de AVO dient bijeengeroepen te worden. De AVO is geen permanent orgaan en kan bij elkaar worden geroepen door het bestuursorgaan (naargelang het geval: de zaakvoerder, college van zaakvoerders of de raad van bestuur)⁸⁰ of de commissarissen.⁸¹ De wet stelt duidelijk dat het bestuursorgaan *kan* samenroepen en het gaat bijgevolg over een vrijwillige bijeenroeping.⁸² Dit is dan ook een bevoegdheid en geenszins een verplichting. Indien er geen wijzigingen aan de obligatielening voorliggen, kan er enkel sprake zijn van een AVO van informatieve aard.⁸³

Naast de vrijwillige bijeenroeping, voorzien de artikelen 293, tweede lid W.Venn. (voor wat betreft de BVBA) en 569, tweede lid W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA) in een

⁷⁹ Een voorbeeld hiervan is terug te vinden in Prospectus Warehouse De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 23 juni 2015) waar er gescheiden vergaderingen gehouden worden voor houders van obligaties met een variabele dan wel vaste rente: “*Separate meetings of Bondholders can be convened for the Fixed Rate Bonds and for the Floating Rate Bonds that constitute different categories of bonds (verschillende soorten van obligaties/plusieurs catégories d’obligations) within the meaning of article 575 of the Belgian Company Code*” (p. 16). Daarbij wordt in het prospectus ook bepaald hoe beslissingen genomen door de vergadering van de ene soort obligatiehouders mogelijk ook gevolgen kunnen hebben voor de andere soort obligatiehouders: “*Article 575 of the Belgian Company Code further provides that if different categories of bonds exist and a resolution of the meeting of Bondholders can have consequences for the rights attached to these different categories of bonds, then in order to be valid the resolution must be passed by the holders of each category of bonds with the quorum and majority requirements set out in the Belgian Company Code*” (p. 16). Een andere voorbeeld hiervan is terug te vinden in Prospectus Tessenderlo Chemie NV (d.d. 16 juni 2015), 86: “*The following provisions shall apply where there are both outstanding 2022 Bonds (7 jaar) and 2025 Bonds (10 jaar): (a) resolutions that only affect the Bonds of one series shall be transacted at a separate meeting of the Bondholders of that series; (b) resolutions that affect the Bonds of both series shall be transacted either at separate meetings of the Bondholders of each series or at a single meeting of the Bondholders of both series; and (c) as may be necessary to give effect to the above provisions, the following paragraphs of this Conditions shall be applied as if references to the Bonds and Bondholders were to the Bonds of the relevant series and to the Bondholders of such Bonds*”.

⁸⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 250, nr. 521; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 293 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (29) 30.

⁸¹ Zie art. 293, eerste lid W.Venn. (betreffende de BVBA) en art. 569, eerste lid W.Venn. (betreffende de NV en Comm. VA).

⁸² C. DEVESELEER en D. ROELENS, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 49; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 293 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (29) 30, P. BAERT, “Commentaar bij artikel 569 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2000, losbl.

⁸³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 250, nr. 522; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 569 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2000, losbl.

verplichte bijeenroeping van de AVO. Deze verplichte oproeping dient te gebeuren door het bestuursorgaan of in bepaalde gevallen de commissaris, indien de obligatiehouders van een vijfde van het bedrag van de in de omloop zijnde obligaties hierom vragen.⁸⁴ Uit de artikelen 345, 1° W.Venn. (voor wat betreft de BVBA) en 647, 1° W.Venn (voor wat betreft de NV en Comm. VA) volgt dat het bestuursorgaan of de commissaris in geval van initiatief van de obligatiehouders verplicht zijn om binnen de drie weken na het verzoek een AVO bijeen te roepen.⁸⁵ Op de schending van deze verplichting staat een geldboete van 50 tot 10.000 euro, te vermenigvuldigen met de opdecimen.

34. Uit voorgaande blijkt dat zowel het bestuursorgaan (of soms ook de commissarissen) én de obligatiehouders het initiatief kunnen nemen om onder andere wijzigingen aan te brengen aan de uitgiftevoorwaarden. Ze zullen dit op de bijeengeroepen AVO kunnen doen wanneer dit op de agenda staat en zolang dit binnen de hieronder besproken bevoegdheden van de AVO valt.

3. Bevoegdheden

3.1. Wettelijk bepaalde bevoegdheden

35. De door de wet toegekende bevoegdheden aan de AVO, zijn voor de BVBA opgenomen in art. 292 W.Venn. en voor de NV in art. 568 W.Venn (dat via art. 657 W.Venn. ook geldt voor Comm. VA).⁸⁶ De AVO heeft het recht om deze bevoegdheden uit te oefenen, zoals bepaald in de artikelen 293 tot 301 W.Venn. (voor wat betreft de BVBA) en de artikelen 569 tot 580 W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA). De meeste van deze bevoegdheden hebben betrekking op het doorvoeren van wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarden.⁸⁷

⁸⁴ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 50.

⁸⁵ P. BAERT, “Commentaar bij artikel 293 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (29) 31; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 569 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2000, losbl.

⁸⁶ C. DEVESELEER en D. ROELENIS, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 39; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 227, nr. 469.

⁸⁷ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 49.

36. De bevoegdheden van de AVO moeten restrictief worden geïnterpreteerd. Het zijn namelijk wettelijke uitzonderingen op het principe dat overeenkomsten alleen door de instemming van alle partijen kunnen worden gewijzigd. Obligatiehouders die niet op een AVO komen opdagen of stemmen tegen een wijziging die men wilt doorvoeren, kunnen alleen maar gebonden worden in de door de wet voorziene gevallen en dit bij een beslissing met gekwalificeerde meerderheid.⁸⁸

37. Er dient een onderscheid te worden gemaakt tussen de bevoegdheden die de AVO heeft indien het maatschappelijk kapitaal volledig is opgevraagd (art. 292, eerste lid W.Venn. (voor wat betreft de BVBA) en art. 568, eerste lid W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA)) en bevoegdheden waarover de AVO steeds beschikt, ongeacht de volledige opvraging van het maatschappelijke kapitaal (art. 292, tweede lid (voor wat betreft BVBA) en art. 568, tweede lid W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA)).

i. Bevoegdheden van de AVO in geval van volledige opvraging van het kapitaal

38. De uitoefening van de bevoegdheden door de AVO die zijn opgenomen in het eerste lid van zowel art. 292 als 568 W.Venn., zijn afhankelijk gemaakt van de volledige opvraging van het kapitaal. Het is in deze context niet noodzakelijk dat het kapitaal ook volledig is volstort.⁸⁹ Deze bepalingen zijn ingevoerd om de obligatiehouder te beschermen, aangezien de bevoegdheden gaan over wijzigingen in de obligatievoorwaarden die potentieel een grote financiële inspanning van de obligatiehouders met zich kunnen meebrengen.⁹⁰ Via deze bevoegdheden gaat de AVO financiële toegevingen doen (vb. verlenging van een aflossingstermijn) of een groter risico aanvaarden. De wetgever wou dat de aandeelhouders eerst hun verplichtingen zouden nakomen, vooraleer er van de obligatiehouders - die vreemd vermogen ter beschikking stellen en in de eerste plaats schuldeisers zijn - bijkomende inspanningen zouden worden gevraagd.⁹¹

⁸⁸ K. BYTTEBIER en F. CLEEREN, “De algemene vergadering van obligatiehouders”, in *De NV in de praktijk* (losbl.), Antwerpen, Kluwer, I.4.5., 3; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 14.

⁸⁹ L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge. Tome V*, Gent, Fecheyr, 1950, 838, nr. 603 zoals aangehaald bij P. BAERT, “Commentaar bij artikel 568 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2000, losbl.

⁹⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 228, nr. 473.

⁹¹ P. BAERT, “Commentaar bij artikel 568 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2000, losbl.

39. De AVO heeft bij volledige opvraging van het maatschappelijk kapitaal volgende bevoegdheden⁹²: (1°) het verlengen van één of meer rentetermijnen, toestemmen in de verlaging van de rentevoet of de voorwaarden van betaling van de rente wijzigingen (zie a.), (2°) het verlengen van de aflossing, het schorsen van de aflossing of het wijzigingen van de voorwaarden waaronder de aflossing moet geschieden (zie a.) en (3°) een vervanging van obligaties in aandelen te aanvaarden (zie b.).

a. Wijzigingen met betrekking tot rentevoeten/rentetermijnen en aflossingen

40. Aangezien de bevoegdheden in de artikelen 292, eerste lid, 1° en 2° en 568, eerste lid, 1° en 2° W.Venn. *grosso modo* in het zelfde stramien passen, worden deze hier samen besproken.

41. De bevoegdheden met betrekking tot deze wijzigingen zijn voor de AVO niet onbeperkt. De AVO mag slechts wijzigingen doorvoeren, voor zover deze geen afbreuk doen aan de verworven rechten van de obligatiehouders. Aan de wijzigingen mag dus geen retroactieve werking gegeven worden en deze zullen enkel uitwerking krijgen naar de toekomst toe.⁹³ Zo zal de AVO niet mogen instemmen met de verlenging van een aflossingstermijn, wanneer deze aflossingstermijn al vervallen is en de emittent een betalingsverplichting heeft. Ook zal de rentevoet niet kunnen verlaagd worden, nadat de rentetermijn al verlopen is. Wanneer de AVO dit wel zou kunnen doen, zou de beslissing de individuele obligatiehouder zijn recht op betaling ontnemen en dit zou veel te verre gaand zijn. Het is in deze context dan weer wel mogelijk dat een individuele obligatiehouder afstand doet van zijn individueel verworven rechten, zonder dat dit betrekking heeft op de verworven rechten van andere obligatiehouders.⁹⁴

42. Het is luidens de wet wel mogelijk om een bepaalde aflossing te schorsen – wat per definitie een voorlopig karakter heeft - zonder deze definitief te schrappen. Dit heeft tot

⁹² G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 49.

⁹³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 228-229, nr. 474.

⁹⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 228-229, nr. 474; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 15-16.

gevolg dat de AVO de betalingsvoorwaarden wel kan aanpassen, maar niet in die mate dat er enkel nog formeel sprake is van een betaling.⁹⁵

43. Er heerst in de rechtsleer discussie met betrekking tot de ‘denaturalisatie’ van de obligatielening. De vraag die zich in deze context stelt, is of de AVO de mogelijkheid heeft om tijdens de looptijd van de obligatielening te beslissen dat de rente enkel nog zal moeten worden betaald uit de toekomstige winsten van de vennootschap. Indien men dit zou toestaan, zou dit het karakter van de obligatie als (verbruik)lening op interest teniet doen aangezien deze gekenmerkt wordt door een vaste opbrengst. In die gevallen zou er eerder sprake zijn van een ‘verkapte dividenduitkering’. RESTEAU en FREDERICQ argumenteren dat de AVO niet bevoegd is om te beslissen tot een ‘denaturalisatie’ van de obligatielening.⁹⁶ De strekking werd lange tijd door de meerderheid van de rechtsleer gevolgd. Meer recent argumenteren MARESCEAU en ROELENS dat via een variabele rentevoet een gelijkaardig resultaat kan bereikt worden.⁹⁷ Ze verwijzen hier onder meer naar de zgn. ‘participerende obligaties’, dewelke slechts een minimale rente garanderen, maar die wel verhoogd wordt in functie van de resultaten van de vennootschap. In geval van winstgevendheid van de vennootschap, zal de variabele rente naar boven worden bijgesteld en deze praktijk is volstrekt geldig. De auteurs raden wel aan de AVO expliciet bevoegd te maken in de uitgiftevoorwaarden met betrekking tot een dergelijke ‘denaturalisatie’ van de obligatielening om discussies te vermijden.⁹⁸

Naast de variabele rente afhankelijk te maken van de winst gerealiseerd door de vennootschap, kan deze ook afhankelijk worden gesteld van andere parameters. Het is namelijk mogelijk om de hoogte van de rente afhankelijk te stellen van de schuldgraad van de emittent. Hierbij wordt de variabele rente naar boven bijgesteld wanneer de emittent de financiële ratio’s bepaald in de obligatieovereenkomst niet haalt.⁹⁹ In dat geval zal het geen wanprestatie uitmaken, wat tot gevolg heeft dat het niet halen van deze ratio’s niet resulteert

⁹⁵ P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 16.

⁹⁶ C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes, Tôme III*, Brussel, Swinnen, 1985, 400, nr. 1714; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge, Tôme V*, Gent, Fecheyr, 1950, 832-833, nr. 598.

⁹⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 230, nr. 477.

⁹⁸ *Ibidem*.

⁹⁹ Dit is onder andere het geval in volgende prospectussen: Prospectus Studio 100 (d.d. 2 juni 2015), 60; Prospectus Deceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 72; Prospectus La Lorraine Bakery Group NV (d.d. 3 december 2013, 55-56, 4.1 – 4.2; Prospectus Pinguin NV (d.d. 11 juni 2013), 54-55, 4.1 – 4.2.

in een vervroegde beëindiging.¹⁰⁰ Er blijkt ook in de praktijk soms een ‘*financial step-up/step-down change*’ voorzien te zijn in het geval dat de rating van de emittent door een kredietbeoordelaar¹⁰¹ verhoogd of verlaagd wordt^{102, 103}.

Het moge duidelijk zijn dat de contractuele vrijheid en spitsvondigheid toelaten om de rentebetaling afhankelijk te maken van de winst gemaakt door de emittent, verandering van de rating of het halen van bepaalde financiële ratio’s. Dit zijn wel gevallen van verandering van rentevoet tijdens de looptijd van de obligatielening, maar deze veranderingen gebeuren automatisch naar aanleiding van de in de uitgiftevoorwaarden bepaalde gebeurtenissen. De AVO dient in deze gevallen niet in te stemmen met de wijziging van de rentevoet. Elke obligatiehouder heeft trouwens bij het intekenen op de obligatielening de manier waarop met de variabele rente wordt omgegaan al aanvaard.

44. Over de vervroegde terugbetaling zal er in deze titel niet dieper worden ingegaan. Voor een bespreking hiervan wordt verwezen naar Hoofdstuk III.

b. Aanvaarden van de vervanging van obligaties in aandelen

45. Deze bevoegdheid van de AVO is opgenomen in de artikelen 292, eerste lid, 3° en 568, eerste lid, 3° W.Venn. Het feit dat er een apart artikel is opgenomen voor de BVBA met betrekking tot deze bevoegdheid, wijst er onder meer op dat het hier niet gaat over de uitoefening van het conversierecht bij converteerbare obligaties.¹⁰⁴ De vervanging van obligaties in aandelen moet gezien worden als reddingsmiddel voor de emittent en het gaat hierbij niet over een omwisseling die in de uitgiftevoorwaarden van de obligatielening was voorzien.¹⁰⁵ Door de omzetting wordt de obligatieschuld - wat voor de emittent vreemd vermogen is - kwijtgescholden en wordt dit omgezet in eigen vermogen (kapitaal). Aangezien

¹⁰⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 135-136, nr. 287.

¹⁰¹ De meest bekende kredietbeoordelaars zijn *Standard & Poor’s (S&P)*, *Moody’s* en *Fitch*.

¹⁰² Dit is onder meer het geval in Prospectus Proximus NV (d.d. 2 september 2015), 54.

¹⁰³ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 32.

¹⁰⁴ Art. 232, derde lid W.Venn. verbiedt expliciet dat BVBA’s converteerbare obligaties uitgeven.

¹⁰⁵ P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 17.

het hier ook gaat over een wijziging van de uitgiftevoorwaarden, is uiteraard de toestemming van de AVO vereist.

46. De obligatiehouders worden aandeelhouder van de emittent en verliezen hun hoedanigheid van schuldeiser. De obligatie wordt in dit geval niet terugbetaald met liquiditeiten (geld), maar wel met aandelen van de emittent zelf of van een derde onderneming¹⁰⁶. De emittent komt in deze ruiloperatie in het bezit van de obligaties en er ontstaat schuldvermenging in zijn hoofde.¹⁰⁷ De hoedanigheid van schuldeiser en schuldenaar worden verenigt in de persoon van emittent en deze wordt als het ware zijn eigen schuldeiser.¹⁰⁸ De vervanging zal veelal ingegeven zijn door financiële moeilijkheden die de emittent kent en waarbij men de obligatievoorwaarden gaat heronderhandelen. Het is geenszins een aantrekkelijk vooruitzicht om aandeelhouder te worden van zulke vennootschap in moeilijkheden en het is zeker minder aantrekkelijk dan chirografaire schuldeiser te zijn van deze vennootschap.¹⁰⁹

47. De nieuwe positie wordt voor de vroegere obligatiehouder veel risicovoller, aangezien deze nu in geval van vereffening pas na alle schuldeisers zal worden uitbetaald. Deze positie kan wel door de AVO aan alle obligatiehouders worden opgedrongen wanneer deze zich akkoord verklaart met de omzetting. De omzetting van obligaties in aandelen vormt dan ook een wettelijke uitzondering op art. 1243 BW dat stelt dat een schuldeiser niet gedwongen kan worden om een andere zaak in betaling te aanvaarden dan was overeengekomen, zelfs al heeft de aangeboden zaak dezelfde of een grotere waarde.¹¹⁰

¹⁰⁶ C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes, Tôme III*, Brussel, Swinnen, 1985, 410-411, nr. 1721; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge, Tôme V*, Gent, Fecheyr, 1950, 832-833, nr. 598; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 18. Opmerking: Wanneer men in deze context aandelen van een derde onderneming wil vervreemden, neemt men dit best expliciet op in de uitgiftevoorwaarden en zorgt men er zo voor dat de AVO de bevoegdheid heeft om hierover te beslissen. Wanneer dit niet het geval is, zal door gebrek aan wettelijke basis de toestemming moeten gevraagd worden aan elke obligatiehouder individueel. (Zie hierover: D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 232-233, nr. 483).

¹⁰⁷ L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge, Tôme V*, Gent, Fecheyr, 1950, 832-833, nr. 598.

¹⁰⁸ De omruiling van obligaties in aandelen is zeer vergelijkbaar met inkoop eigen obligaties (zie hierover: D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 154, nrs. 334-335).

¹⁰⁹ P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 17.

¹¹⁰ P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 17. Echter wordt er in D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 231, nr. 479 verwezen naar art. 1985 BW (dewelke een bepaling is met betrekking tot het monetair nominalisme bij de verbruiklening).

48. De artikelen 292, eerste lid, 3° en 568, eerste lid, 3° W.Venn. bepalen daarnaast de wijze van goedkeuring van de beslissing tot omruiling. Het is de algemene vergadering van aandeelhouders die binnen de drie maanden de beslissing van de AVO dient goed te keuren op de wijze bepaald voor de wijziging van de statuten, behalve wanneer de aandeelhouders tevoren reeds hun toestemming hadden gegeven. Deze termijn is ingevoerd opdat de obligatiehouders niet te lang in het ongewisse zouden blijven en niet tot een omruiling zou beslissen op basis van achterhaalde cijfers en marktomstandigheden.¹¹¹ Wanneer binnen de termijn van drie maanden geen goedkeuring werd verkregen van de algemene vergadering van aandeelhouders, vervalt de beslissing van de AVO.

49. De vereiste van goedkeuring zoals bij een statutenwijziging is ingevoerd doordat in de meeste gevallen de ruiloperatie een kapitaalverhoging tot gevolg heeft. Dit is niet het geval wanneer de emittent eigen aandelen in bezit heeft en geen nieuwe aandelen hoeft te creëren voor deze ruiloperatie. In dat geval zal er geen toestemming moeten worden gegeven door de algemene vergadering van aandeelhouders volgens de wijze die noodzakelijk is voor een statutenwijziging, maar zal de procedure van de doelswijziging¹¹² moeten gevolgd worden aangezien het gaat over een vervreemding van aandelen.¹¹³

ii. Bevoegden waarover de AVO steeds beschikt

a) Algemeen

50. De bevoegdheden opgenomen in de artikelen 292, tweede lid (voor wat betreft de BVBA) en 568, lid 2 W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA) brengen de positie van de obligatiehouders veel minder in het gedrang en zijn voor de obligatiehouders minder, dan wel niet belastend. Er kan zelfs gesteld worden dat de uitoefening van deze bevoegdheden in hun voordeel geschied.¹¹⁴ De volledige opvraging van het kapitaal is hier dus geen vereiste. Ten gevolge hiervan dienen de vennoten met niet-volstorte aandelen niet eerst een inspanning te leveren, dit in tegenstelling tot wat werd besproken onder (i).

¹¹¹ P. BAERT, "Commentaar bij artikel 292 W.Venn." in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 18; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 231-232, nr. 481.

¹¹² Deze procedure is wat de BVBA betreft opgenomen in art. 326, eerste lid W.Venn. en wat de NV en Comm. VA betreft opgenomen in art. 622, §2 W.Venn.

¹¹³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 232, nr. 482.

¹¹⁴ P. BAERT, "Commentaar bij artikel 292 W.Venn." in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 19.

51. De AVO heeft, ongeacht de volledige opvraging van het kapitaal, steeds volgende bevoegdheden: (1°) Het aanvaarden van regelingen om bijzondere zekerheden te stellen ten gunste van de obligatiehouders of de reeds gestelde zekerheden te gaan wijzigen of op te heffen, (2°) te beslissen over bewarende maatregelen die in het gemeenschappelijk belang moeten worden genomen en (3°) het aanstellen van één of meer gemachtigden voor de uitvoering van de besluiten genomen krachtens dit artikel en voor de vertegenwoordiging van de gezamenlijke obligatiehouders bij de procedures tot vermindering of doorhaling van hypothecaire inschrijvingen.

Om de materie in deze masterproef beheersbaar te houden en omdat deze titel zich focust op de wijzigingen tijdens de looptijd van een obligatielening, zal enkel het aspect met betrekken tot de (wijziging van) bijzondere zekerheden verder besproken worden (1°). De beslissing tot het nemen van bewarende maatregelen en het aanstellen van gemachtigden of vertegenwoordigers van de obligatiehouders kunnen in deze context niet zozeer als een wijziging worden gezien en worden dan ook buiten beschouwing gelaten.

b) Stellen van nieuwe zekerheden of wijzigingen aan bestaande zekerheden toestaan

52. De beslissingen genomen door de AVO met betrekking tot zekerheden kunnen zowel in het voordeel van de obligatiehouders als in het voordeel van de vennootschap zijn. Er kunnen nieuwe zekerheden worden gevestigd of zekerheden kunnen aangepast worden in het voordeel van de obligatiehouders. Maar het is evengoed mogelijk dat zekerheden worden opgeheven/geschrapd of worden aangepast in het voordeel van de vennootschap en dus in het nadeel zijn van de obligatiehouders. Deze bevoegdheid van de AVO zal heel vaak als pasmunt gebruikt worden in onderhandelingen met betrekking tot andere beslissingen.¹¹⁵ Er zal veelal wel een bepaalde prijs moeten worden betaald voor het verkrijgen van nieuwe zekerheden als obligatiehouder. Een vaak voorkomend voorbeeld hiervan is het gegeven dat de emittent een nieuwe zekerheid toestaat, in ruil voor de verlenging van de aflossingstermijn. Dit impliceert op zich dan ook een wijziging van de obligatievoorwaarden, waarvoor er een

¹¹⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 235, nrs. 565-566; J. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties in het Belgisch recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 590, nr. 1184; P. BAERT, "Commentaar bij artikel 292 W.Venn." in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 20; P. BAERT, "Commentaar bij artikel 568 W.Venn." in *Comm.V. en V.*, 2000, losbl.

volledige opvraging van het maatschappelijk kapitaal nodig is.¹¹⁶ Hierdoor is de soepelere voorwaarde van het niet volledig moeten opvragen van het maatschappelijk kapitaal in de praktijk vaak minder van belang.

53. De beslissingen met betrekking tot de bewarende maatregelen en aanstelling van een gemachtigde/vertegenwoordiger, kunnen alleen maar in het voordeel van de obligatiehouders genomen worden.¹¹⁷ De wet stipuleert hierbij een uitzondering tegenover de andere bevoegdheden van de AVO en er kan beslist worden bij gewone meerderheid.¹¹⁸ Dit is dus niet het geval wat de beslissingen over de zekerheden betreft. Deze kunnen ook in het nadeel van de obligatiehouders genomen worden en dat is dan ook de reden waarom de wet voorziet in een bijzondere meerderheid (aanwezigheidsquorum¹¹⁹ en uitgebrachte stemmen¹²⁰).

In de rechtsleer wordt de kritische vraag gesteld of deze bijzondere meerderheid voor het aanpassen van zekerheden wel noodzakelijk is. Een aanpassing van de zekerheden zal veelal gepaard gaan met wijzigingen aan andere obligatievoorwaarden waarvoor ook al een bijzondere meerderheid vereist is. Eenzelfde bijzondere meerderheid eisen voor de aanpassing van een zekerheid, voegt geen bijkomende garantie toe voor de obligatiehouders en hier loopt de redenering van de wetgever dan ook mank.¹²¹ BRULOOT en MARESCEAU voegen hier terecht nog aan toe dat de bijzondere meerderheid en de hiermee gepaard gaande aanwezigheidsquorumvereiste zelfs in het nadeel van de obligatiehouders kunnen werken in de gevallen waarin de AVO wil beslissen tot het stellen van bijkomende zekerheden ten gunste van de obligatiehouders.¹²² De vereiste van bijzondere meerderheid is voor de obligatiehouder dan alleen in zijn voordeel wanneer men wilt overgaan tot de opheffing of

¹¹⁶ Hierbij kan verwezen worden naar art. 292, eerste lid, 2° (voor wat betreft de BVBA) en art. 568, eerste lid, 2° W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA).

¹¹⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 265, nr. 489.

¹¹⁸ Zie de artikelen 297, negende lid (BVBA) en 574, negende lid W.Venn. (NV en Comm. VA).

¹¹⁹ Art. 297, eerste lid (BVBA) en art. 574, eerste lid W.Venn. (NV en Comm. VA): “*De aanwezige leden moeten ten minste de helft van het bedrag der in omloop zijnde effecten vertegenwoordigen.*”.

¹²⁰ Art. 297, derde lid (BVBA) en art. 574, derde lid W.Venn. (NV en Comm. VA): “*Een voorstel is alleen aangenomen wanneer het is goedgekeurd door leden die gezamenlijk stemmen uitbrengen die ten minste drie vierden van het bedrag van de obligaties waarvoor aan de stemming is deelgenomen vertegenwoordigen.*”.

¹²¹ C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes, Tôme III*, Brussel, Swinnen, 1985, 397-398, nr. 1712; P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 20.

¹²² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 234-235, nr. 488.

verregaande nadelige wijzigingen van bepaalde zekerheden en dit zonder wijzigingen aan de huidige obligatievoorwaarden.¹²³

3.2. Uitbreiding en inperking van de wettelijk bepaalde bevoegdheden

i. Uitbreiding

54. De uitgiftevoorwaarden in een prospectus beperken zich niet enkel tot het bepalen van rentetermijnen, aflossingen en bijzondere zekerheden gesteld ten gunste van de obligatiehouders.¹²⁴ Het zijn complexe en gedetailleerd uitgewerkte overeenkomsten die vele aspecten met betrekking tot de obligatielening regelen. Er kan hierbij gedacht worden aan de vervroegde terugbetaling, gevallen van wanprestatie ('*events of default*') en mogelijke ontbinding, regeling bij controlewijzigingen, de overdracht van obligaties, gevolgen van aangepaste *ranking* gegeven aan de emittent, etc.¹²⁵ Dit zijn aspecten waarvoor de wet de AVO niet uitdrukkelijk bevoegd heeft gemaakt. De vraag stelt zich dan of, in het geval de emittent of de meerderheid van de obligatiehouders deze uitgiftevoorwaarden willen wijzigen, men de AVO hiervoor bevoegd kan maken en zo de wettelijke bevoegdheden kan uitbreiden.

55. Over de uitbreiding van de wettelijke bevoegdheden is de rechtsleer vrij unaniem en stelt dat het volkomen legitiem is om voor de AVO aanvullende bevoegdheden te voorzien om uitgiftevoorwaarden te gaan wijzigen zonder akkoord van de minderheid.¹²⁶ De minderheid kan hiertegen geen bezwaar hebben, aangezien ze met de uitbreiding heeft ingestemd door het intekenen op de obligatielening of door het overnemen van de obligatie en dit met kennis van hetgeen was bepaald in de uitgiftevoorwaarden.¹²⁷ ROELENS wijst erop

¹²³ Dit zal zich in de praktijk dan ook niet vaak voordoen, aangezien de obligatiehouders bij het toestemmen tot de opheffing of wijziging van de zekerheden een toegift gaan doen aan de emittent. De obligatiehouders zullen hiervoor een bepaalde compensatie willen, die zich resulteert in de aanpassing van de obligatievoorwaarden in het voordeel van de obligatiehouders.

¹²⁴ De wettelijke bevoegdheden van de AVO zoals toegekend in de artikelen 292 en 568 W.Venn.

¹²⁵ C. DEVESELEER en D. ROELENS, "Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?", *RPS* 2015, 40.

¹²⁶ C. DEVESELEER en D. ROELENS, "Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?", *RPS* 2015, 44-45. D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 240-241, nr. 504; J. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties in het Belgisch recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 589, nr. 1182; P. BAERT, "Commentaar bij artikel 292 W.Venn." in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 11.

¹²⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 240-241, nr. 504.

dat de uitbreiding van de wettelijke bevoegdheden van de AVO ook kan opgenomen worden in de statuten van de vennootschap, op voorwaarde dat de uitgiftevoorwaarden hiernaar duidelijk verwijzen.¹²⁸

56. BAERT stelt dat in principe een uitbreiding mogelijk is, maar dat dit in de praktijk maar in beperkte mate kan. De auteur poneert dat de wettelijke opsomming ongeveer volledig is, aangezien zowat alle aspecten van de leningsovereenkomst eronder vallen en ze allemaal verband houden met wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarde of probleemgevallen.¹²⁹ Een analyse van prospectussen lijkt deze stelling te bevestigen, gezien het feit dat er louter verwezen wordt naar de bepalingen van het Wetboek van vennootschappen¹³⁰ en dus enkel naar de wettelijk bepaalde bevoegdheden.¹³¹ Maar er kunnen in de praktijk een aantal prospectussen teruggevonden worden die op een algemene wijze bepalen dat de AVO bevoegd is voor alles wat verband houdt met de obligatieovereenkomst, de zogenaamde ‘vangnetbepaling’.¹³² Het gebruik van deze meest verre gaande vorm van uitbreiding, kan wel

¹²⁸ C. DEVESELEER en D. ROELEN, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 45. Zie onder andere: Prospectus Sibelga CVBA (d.d. 20 april 2013), 29 en Prospectus Warehouse De Pauw Comm.VA (WDP) (d.d. 22 maart 2016), 48.

¹²⁹ P. BAERT, “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2016, afl. 48, (3) 11.

¹³⁰ Met betrekking tot de oproeping, beraadslaging en aanwezigheids- & beslissingsquora in de AVO, wordt er in de uitgiftevoorwaarden veelal verwezen naar de bepalingen in het Wetboek van vennootschappen.

¹³¹ In volgende prospectussen werd er louter verwezen naar het Wetboek van vennootschappen met betrekking tot de bevoegdheden van de AVO en wordt er soms een opsomming gegeven van de wettelijke bevoegdheden, zonder te bepalen dat de AVO bevoegd is om alle obligatievoorwaarden te wijzigen: Prospectus Terra² NV (d.d. 29 juni 2016), 45; Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 17 mei 2016), p. 60; Prospectus Terra² NV (d.d. 30 juni 2015), 42; Prospectus De CRONOS Groep NV (d.d. 12 november 2014), 35; Prospectus Terra² NV (d.d. 1 juli 2014), 40; Prospectus Home Invest Belgium NV (d.d. 10 juni 2014), 30; Prospectus Tivano NV (d.d. 10 juni 2014), 29; Prospectus Montea Comm. VA (d.d. 13 mei 2014), 46; Prospectus Hamon SA (14 januari 2014), 56; Prospectus Publinvest NV (d.d. 10 december 2013), 114; Prospectus La Lorraine Bakery Group NV (d.d. 3 december 2013), 67; Prospectus Leaseinvest Real Estate Comm. VA (d.d. 24 september 2013), 51; Prospectus Bekaert NV (d.d. 20 september 2013), 57; Prospectus Montea Comm. VA (d.d. 2 juli 2013), 43; Prospectus Pinguin NV (d.d. 11 juni 2013), 67; Prospectus D.E.M.E. NV (d.d. 22 januari 2013), 66; Prospectus De Cronos Group NV (d.d. 24 december 2012), 33; Prospectus Terra² NV (d.d. 8 november 2012), 37; Prospectus Roularta Media Group NV (d.d. 18 september 2012), 64-65; Prospectus Fluxys NV (d.d. 27 maart 2012), 94-95 en Prospectus Kinopolis Group (d.d. 17 februari 2012), 50.

¹³² Men zal veelal bij deze ‘vangnetbepaling’ een verstrengde meerderheid en enkele bijkomende voorwaarden voorzien tegenover de wettelijke bevoegdheden. Deze zijn perfect geldig aangezien ze tot de contractsvrijheid behoren en een obligatiehouder hiermee akkoord gaat bij de intekening of verkrijging van de obligatie. Een voorbeeld van dergelijke ‘vangnetbepaling’ met bijkomende vereisten is Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 85: “Onderworpen aan de quorum- en meerderheidsvereisten uiteengezet in artikel 574 van het Belgische Wetboek van vennootschappen, en indien daaronder vereist, onderworpen aan de homologie door het Hof van Beroep te Brussel, zal de vergadering van de Obligatiehouders het recht hebben om de bevoegdheden uit te oefenen die worden uiteengezet in artikel 568 van het Belgische Wetboek van vennootschappen en om bepalingen van deze Voorwaarden (hiermee bedoeld men de obligatievoorwaarden opgenomen in dit prospectus) te wijzigen of te verzaken, met dien verstande echter dat de bepaalde zaken (met

de nodige flexibiliteit bijbrengen in geval van gewijzigde omstandigheden waarmee de emittent geconfronteerd wordt en niet voorzienbaar waren. Indien dergelijke vangnetbepaling niet is opgenomen, kan men enkel terugvallen op hetgeen wettelijk is bepaald en voor andere wijzigingen, die buiten deze wettelijke bevoegdheden vallen, zal men het unanieme akkoord moeten verkrijgen van alle obligatiehouders.¹³³

ii. *Inperking*

57. De meerderheid in de rechtsleer is het er over eens dat de artikelen 292 en 568 W.Venn., die de wettelijke bevoegdheden van de AVO bepalen, van dwingend recht zijn.¹³⁴ Bepalingen zijn van dwingend recht wanneer ze de belangen van de zwakste contractspartij trachten te beschermen. In deze artikelen worden zowel de belangen van de emittent als deze van de obligatiehouder beschermd.¹³⁵ Bijgevolg is de meerderheid het er over eens dat het

inbegrip van enig voorstel (i) om de looptijd van de Obligaties of de data waarop interest betaald wordt ten aanzien van de Obligaties te wijzigen, (ii) om de hoofdsom van of interesten op de Obligaties te doen afnemen of te annuleren, (iii) de valuta van betalingen van de Obligaties te veranderen, of (iv) om de bepalingen aangaande het noodzakelijk quorum op een vergadering van Obligatiehouders of de noodzakelijke meerderheid om een Buitengewoon Besluit te nemen te wijzigen (telkens een "Voorbehouden Materie")) enkel maar kunnen worden bekrachtigd door een Buitengewoon Besluit dat werd genomen op een vergadering van de Obligatiehouders waarop één of meer Personen die niet minder dan de helft of, op enige verdaagde vergadering, ongeacht het vertegenwoordigde bedrag van de Obligaties in omloop, een quorum vormen." Zie voor andere voorbeelden onder andere volgende prospectussen: Prospectus Deceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 85; Prospectus Proximus NV (d.d. 2 september 2015), 65; Prospectus Warehouse De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 23 juni 2015), 48; Prospectus Ghelamco Invest NV (d.d. 4 juni 2015), 54; Prospectus Studio 100 NV (d.d. 2 juni 2015), 77; Prospectus Vandemoortele NV (d.d. 19 mei 2015), 53; Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 29 april 2015), 57; Prospectus UCB NV (d.d. 10 maart 2015), 80; Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 11 maart 2014), 56; Prospectus Financière Rémy Cointreau NV (d.d. 9 augustus 2013), 29; Prospectus VGP NV (d.d. 19 juni 2013), 74; Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 7 juni 2013), 57; Prospectus Immobel NV (d.d. 18 maart 2013), 28; Prospectus Warehouse De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 11 maart 2013), 40-41; Prospectus UCB LUX NV (d.d. 6 maart 2013), 90-91; Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 31 januari 2013), 56; Prospectus Delhaize Group NV (d.d. 21 november 2012), 44; Prospectus Atenor Group NV (d.d. 12 oktober 2012), 58; Prospectus CFE NV (d.d. 29 mei 2012), 98; Prospectus Immobel NV (d.d. 13 december 2011), 28; Prospectus Cofimmo NV (d.d. 13 april 2011), 58; Prospectus VGP NV (d.d. 6 september 2016), 74; Prospectus Warehouse De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 23 maart 2016), 48; Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 5 september 2016), 72 en Prospectus VGP NV (d.d. 18 november 2013), 72-73.

¹³³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 241-242, nr. 505.

¹³⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 237-238, nr. 498 waarbij wordt verwezen in naar P. BAERT, "Commentaar bij artikel 269 W.Venn." in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl., vn. 14-15; F. PASSELECQ, *Les Nouvelles, Droit Commercial, III, Traité des sociétés commerciales*, Brussel, Larcier, 1934, 450; L. FREDERICQ, *Traité de droit commercial belge, Tôme V*, Gent, Fechey, 1950, 832, nr. 597 en J. VAN RYN, *Principes de droit commercial, Tôme I*, Brussel, Bruylant, 1954, 448-449, nrs. 722-723.

¹³⁵ C. DEVESELEER en D. ROELEN, "Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?", *RPS* 2015, 41-42.

niet mogelijk is om de wettelijke bevoegdheden in te perken, noch rechtstreeks noch onrechtstreeks.

iii. Unilaterale wijzigingen

58. Aangezien de wettelijke bevoegdheden van de AVO van dwingend recht zijn, kan de emittent deze bevoegdheden niet inperken en zal hij voor die aspecten die hij gewijzigd wil zien het akkoord nodig hebben van de AVO. Ook wanneer de obligatiehouders wijzigingen willen zien in de aspecten die tot de wettelijke bevoegdheid van de AVO behoren, zullen ze het akkoord nodig hebben van de emittent. Zoals hiervoor werd aangehaald, is de AVO geen vennootschapsorgaan en kan deze ten aanzien van de emittent geen bindende beslissingen nemen.¹³⁶

59. De vraag van unilaterale wijzigingen is, in vergelijking met de wettelijk toegekende bevoegdheden, in het kader van de contractueel toegekende bevoegdheden dan ook relevanter. In de praktijk zal men in het prospectus nooit een contractuele bepaling terugvinden waarbij aan de AVO de mogelijkheid wordt gegeven om unilateraal de uitgiftevoorwaarden te wijzigen.¹³⁷ Hiermee zou de emittent zijn grip verliezen op de uitgifte en zou het verdere verloop, en dus ook de goede afloop, *de facto* in handen komen te liggen van de obligatiehouders. Het staat een individuele obligatiehouder nog steeds vrij om de obligatievoorwaarden met de emittent individueel te heronderhandelen. In dat geval zal er enkel een wijziging gebeuren in de individuele leningsovereenkomst met deze obligatiehouder en niet aan de overkoepelende (obligatie)leningsovereenkomst.¹³⁸ Maar ook hier zal de individuele obligatiehouder het akkoord nodig hebben van de emittent en is er ook geen sprake van een unilaterale wijziging.

60. Door de grote contractuele vrijheid bij het opstellen van het prospectus en het bepalen van de uitgiftevoorwaarden, dient ook de vraag te worden gesteld of men de bevoegdheid van de obligatiehouders expliciet kan uitsluiten voor andere dan de wettelijke bevoegdheden. Dit zou tot gevolg hebben dat de emittent bepaalde uitgiftevoorwaarden kan aanpassen, zonder

¹³⁶ Zie *supra* nr. 32.

¹³⁷ C. DEVESELEER en D. ROELEN, "Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?", *RPS* 2015, 48.

¹³⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 20, nr. 44.

telkens het akkoord nodig te hebben van de obligatiehouders. Zoals besproken bij de ‘vangnetbepaling’, zal de emittent - wanneer de AVO enkel bevoegd is voor hetgeen wettelijk bepaald is en er een wijziging van de omstandigheden is - het akkoord nodig hebben van iedere individuele obligatiehouder om de voorwaarden te kunnen wijzigen.¹³⁹ Er dient gewezen te worden op het feit dat de AVO in eerste instantie door de wetgever is ingevoerd ter behartiging van de belangen van de emittent.¹⁴⁰ In deze context gaat het louter over het niet bepalen van de contractuele bevoegdheden van de AVO in de uitgiftevoorwaarden.

61. Maar wat als de emittent in het prospectus de bevoegdheid van de obligatiehouders expliciet gaat uitsluiten voor andere dan de wettelijk toegekende bevoegdheden? *De facto* houdt deze expliciete uitsluiting in dat de emittent unilateraal bevoegd is om uitgiftevoorwaarden, andere dan deze bepaald in de artikelen 292 en 568 W.Venn., te wijzigen. Gezien de opvatting dat art. 1134, tweede lid BW een bepaling is van suppletief recht, is een clause in een overeenkomst waarbij bedongen wordt dat één van de partijen het recht zal hebben wijzigingen door te voeren bijgevolg geldig.¹⁴¹ Deze clause is geldig, behoudens een uitdrukkelijk wettelijk verbod en dat is precies wat voor de wettelijke bevoegdheden is opgenomen.¹⁴² Voor de niet-wettelijke bevoegdheden speelt geen wettelijk verbod en kan er dus contractueel van worden afgeweken. Door in te stemmen met een obligatieleningsovereenkomst waarin dergelijke clause is opgenomen, nemen de obligatiehouders die intekenen op een obligatielening of een obligatie verkrijgen, wetens en willens het risico dat hen een wijziging aan de niet-wettelijke voorwaarden kan worden opgedrongen.¹⁴³ Een beslissing genomen door de bevoegde partij op grond van dergelijke clause, is een ‘partijbeslissing’.¹⁴⁴ DEVESELEER en ROELENS omschrijven de partijbeslissing als volgt: “(...) *la décision d’une partie (ou de plusieurs parties) à laquelle on*

¹³⁹ Zie *supra* nr. 56.

¹⁴⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 225, nr. 466.

¹⁴¹ H. LAGA, *Statuten, statutenwijziging en reglement van inwendige orde getoetst aan algemene beginselen van het contractenrecht.*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten KU Leuven, 1991, 32-34, nr. 17.

¹⁴² H. LAGA, *Statuten, statutenwijziging en reglement van inwendige orde getoetst aan algemene beginselen van het contractenrecht.*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten KU Leuven, 1991, 40-41, nr. 24.

¹⁴³ H. LAGA, *Statuten, statutenwijziging en reglement van inwendige orde getoetst aan algemene beginselen van het contractenrecht.*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten KU Leuven, 1991, 31-32, nr. 16.

¹⁴⁴ C. DEVESELEER en D. ROELENS, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 46-47; H. LAGA, *Statuten, statutenwijziging en reglement van inwendige orde getoetst aan algemene beginselen van het contractenrecht.*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten KU Leuven, 1991, 32-34, nr. 17.

*a attribué par un acte juridique multilatéral (contrat) la compétence de modifier, par sa seule volonté, le contenu des droits et obligations de l'autre partie (ou des autres parties)."*¹⁴⁵

62. Zoals eerder aangegeven, zal de emittent dergelijke partijbeslissing nooit toevertrouwen aan de AVO of individuele obligatiehouders. Maar wanneer de emittent zich de mogelijkheid voorbehoudt om een partijbeslissing te nemen, kan hij dit niet zomaar op eender welke manier doen. Hij zal deze beslissing tot wijziging moeten nemen in goede trouw, rekening houdende met de grenzen van het verbod op rechtsmisbruik en zonder het evenwicht tussen de partijen op een té verregaande wijze te verstoren.¹⁴⁶ De beslissing van de emittent ('partijbeslisser') maakt het voorwerp uit van een *a posteriori* controle door de rechter.¹⁴⁷ Aangezien het over een discretionaire bevoegdheid van de emittent gaat, is deze controle beperkt tot een marginale toetsing.

63. Uit de analyse van de prospectussen blijkt dat de geschetste situatie met betrekking tot de partijbeslissingen genomen door de emittent eerder een theoretische aangelegenheid is. In geen van de prospectussen die in het kader van deze masterproef werden geanalyseerd, werd een dergelijke clausule teruggevonden.¹⁴⁸ Theoretisch gezien is het perfect mogelijk om zulke clausule in het prospectus op te nemen. In het geval dat de emittent toch dergelijke clausule wenst op te nemen, dient deze duidelijk en ondubbelzinnig omschreven te worden. Wanneer de emittent hieraan te kort doet, zouden de obligatiehouders zich kunnen beroepen op art. 244 (voor wat betreft de BVBA) art. 487 W.Venn¹⁴⁹ (voor wat betreft de NV en Comm. VA).¹⁵⁰

¹⁴⁵ C. DEVESELEER en D. ROELEN, "Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?", *RPS* 2015, 46-47.

¹⁴⁶ C. DEVESELEER en D. ROELEN, "Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?", *RPS* 2015, 47 waarbij wordt verwezen naar K. VANDERSCHOT, "De sanctionering van abusieve partijbeslissingen genomen bij contractuele wanprestatie: de verschillende gedaantes van de matigende werking van de goede trouw", *RGDC* 2005, afl. 2, 87-88.

¹⁴⁷ C. DEVESELEER en D. ROELEN, "Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?", *RPS* 2015, 47 waarbij wordt verwezen naar K. VANDERSCHOT, "De sanctionering van abusieve partijbeslissingen genomen bij contractuele wanprestatie: de verschillende gedaantes van de matigende werking van de goede trouw", *RGDC* 2005, afl. 2, 91.

¹⁴⁸ Voor een verklaring hierover kan verwezen worden naar de stelling die door BAERT werd geponeerd, waarbij deze auteur wijst op het feit dat de wettelijke opsomming zo goed als volledig is en deze bijgevolg niet het voorwerp kan en mag uitmaken van een partijbeslissing (zie *supra* nr. 56).

¹⁴⁹ Het stilzwijgend ontbindend beding dat voorzien is in het Wetboek van vennootschappen met betrekking tot obligatieleningen.

Hierdoor zou de obligatieleningsovereenkomst ontbonden worden en heeft de obligatiehouder recht op een schadevergoeding.¹⁵¹

4. Voorstellen hervorming van het vennootschapsrecht

64. Het Belgische vennootschapsrecht wordt aan de hand van de voorstellen van het ‘*Belgisch Centrum voor Vennootschapsrecht – Centre belge du droit de sociétés*’ (hierna: BCV-CDS) grondig hervormt.¹⁵² Op het moment van het indienen van deze masterproef, waren de tekstvoorstellen nog niet goedgekeurd door het federaal parlement. Desalniettemin hebben de voorstellen en de mogelijke wijzigingen van het vennootschapsrecht een grote impact op de bevoegdheden van de AVO. De gehele regeling met betrekking tot de AVO zou na de hervormingen volledig van suppletief recht worden.¹⁵³ De wettelijke bepalingen zullen dan maar pas van toepassing zijn, wanneer de uitgiftevoorwaarden hierover niets bepalen. Dit zal ervoor zorgen dat de emittent als opsteller van het prospectus een nog grotere contractuele vrijheid verkrijgt en het prospectus in de praktijk voor de obligatiehouders nog belangrijker zal worden.

65. De wettelijke bevoegdheden van de AVO die nu zijn opgenomen in art. 568 W.Venn. zullen niet meer van dwingend recht zijn en de emittent zal deze dus kunnen inperken of zelfs volledig afschaffen. De emittent zou dus in de toekomst de AVO als instituut kunnen afschaffen wanneer hij expliciet in de uitgiftevoorwaarden alle bevoegdheden van de AVO gaat uitsluiten. Dit heeft wel tot gevolg dat wanneer de emittent wijzigingen wil doorvoeren aan de uitgiftevoorwaarden, hij de toestemming zal nodig hebben van elke individuele obligatiehouder.¹⁵⁴ Wanneer daarentegen de uitgiftevoorwaarden niet expliciet de bevoegdheid van de AVO gaan uitsluiten of de emittent gaat deze niet specifiek bepalen, verkrijgt de AVO door het suppletief karakter van de nieuwe voorstellen de bevoegdheid om

¹⁵⁰ C. DEVESELEER en D. ROELEN, “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 48-49.

¹⁵¹ De ontbinding van obligatieleningsovereenkomsten zal uitvoerig besproken worden onder Hoofdstuk IV.

¹⁵² H. BRAECKMANS, O. CAPRASSE, Y. DE CORDT, H. DE WULF, X. DIEUX, P.-A. FORIERS, A. FRANCOIS, K. GEENS, F. HELLEMANS, G. HORMANS, K. MARESCEAU, J.-M. NELISSEN GRADE, P. VAN OMMESLAGHE en M. WYCKAERT, *De modernisering van het vennootschapsrecht. Op initiatief van het Belgisch Centrum voor vennootschapsrecht*, Brussel, Larcier, 2014, 268 p.

¹⁵³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 649, nr. 1465.

¹⁵⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 649-650, nr. 1466.

alle aspecten van de obligatielening te wijzigen. Hiermee worden de bevoegdheden bijzonder ruim omschreven en wordt er terecht aandacht besteed aan de omstandigheden waarin er niets hierover is bepaald in de uitgiftevoorwaarden. Onder de huidige regelgeving heeft dit tot gevolg dat voor de niet-wettelijk toegekende bevoegdheden waarover niets in de uitgiftevoorwaarden is bepaald, de AVO niet bevoegd is en de emittent van iedere individuele obligatiehouder de toestemming zal moeten bekomen. Onder de nieuwe voorstellen zal dit niet meer nodig zijn, gezien de absolute bevoegdheid die aan de AVO zal worden toegekend indien niets is bepaald in de uitgiftevoorwaarden.

B. WIJZIGINGEN VIA TUSSENPERSONEN

1. Algemeen

66. Het moge duidelijk zijn dat de AVO een belangrijke rol speelt met betrekking tot wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarden in het prospectus. Maar het werken via de AVO vereist ook heel wat formaliteiten die dienen vervuld te zijn opdat er rechtsgeldig beslissingen kunnen worden genomen (bv. oproepingen, quorumvereisten, meerderheidsvereisten, etc.). Daarom kan vanuit praktisch oogpunt de vraag gesteld worden of het mogelijk is om één of meerdere vaste vertegenwoordiger(s) (agent(en)) aan te stellen die buiten de AVO om de bevoegdheid verkrijgen om de uitgiftevoorwaarden op een bindende wijze te wijzigen voor alle obligatiehouders. Deze agent moet voor alle duidelijkheid onderscheiden worden van de bijzondere gemachtigde in de artikelen 292, tweede lid, 3^o en 568, tweede lid, 3^o W.Venn. De bijzondere gemachtigde is enkel bevoegd om de beslissingen van de AVO uit te voeren en kan geen beslissingen nemen in naam en voor rekening van de AVO of de obligatiehouders.¹⁵⁵

2. Wettelijk toegekende bevoegdheden AVO

67. De artikelen 292 en 568 W.Venn. zijn van dwingend recht en laten niet toe dat de wettelijke bevoegdheden van de AVO worden toegewezen aan een agent. De agent zou dan in plaats van de AVO beslissingen nemen met betrekking tot de uitgiftevoorwaarden die

¹⁵⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 242, nr. 507.

wettelijk aan de AVO zijn toegewezen. Indien dit wel toegelaten zou zijn, zou men de AVO als instelling compleet overbodig maken.¹⁵⁶

3. Contractueel toegekende bevoegdheden AVO

68. Voor de bevoegdheden die niet vallen onder de artikelen 292 en 568 W.Venn. speelt de contractuele vrijheid. De emittent heeft met betrekking tot de contractuele bevoegdheden de mogelijkheid om deze in de uitgiftevoorwaarden toe te wijzen aan een agent. In dat geval is er sprake van de figuur van lastgeving en zijn de regels uit het gemeen recht hierover ook van toepassing.¹⁵⁷ Hierdoor verkrijgt de agent de bevoegdheid om in naam en voor rekening van alle obligatiehouders de obligatievoorwaarden te heronderhandelen en zo de collectieve leningsovereenkomst te wijzigen. Deze agent wordt bevoegd verklaard om, buiten de AVO en de toestemming van een gekwalificeerd aantal obligatiehouders om, de obligatievoorwaarden te wijzigen.

Door de wilsautonomie (art. 1134 BW) bepalen de partijen vrij de omvang van het mandaat dat aan de lastgever wordt gegeven en deze omschrijving is bindend voor de lasthebber (agent).¹⁵⁸ Naar gemeen recht is het dus mogelijk om maar een aantal contractuele bevoegdheden toe te wijzen aan de agent en voor de andere contractuele bevoegdheden de AVO bevoegd te maken. Men ziet dan ook in de Belgische rechtspraktijk dat men eerder terughoudend is om in het prospectus een agent aan te stellen voor alle contractuele bevoegdheden.¹⁵⁹ Als er al een agent wordt benoemd, zal deze in het prospectus bevoegd gemaakt worden voor een welbepaald aspect met betrekking tot de obligatieleningsovereenkomst¹⁶⁰ of wanneer er hiermee een manifeste fout in het prospectus moet worden rechtgezet¹⁶¹.

¹⁵⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 244-245, nr. 512 waarbij wordt verwezen naar P. HAINAUT-HAMENDE en G. RAUCQ, “La société anonyme. Première partie: Constitution et fonctionnement”, *Rép.Not.*, Tôme XII, Livre III, Brussel, Larcier, 2005, 411.

¹⁵⁷ Voor de gemeenrechtelijke regelen met betrekking tot de lastgeving zie de artikelen 1984 - 2010 BW.

¹⁵⁸ B. TILLEMANN, E. DURSIN, E. TERRY, C. HEEB en P. NAEYAERT, “Lastgeving - Vertegenwoordiging t.o.v. derden”, *TPR* 2010, afl. 2, (676) 676, nr. 88.

¹⁵⁹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 245, nr. 513.

¹⁶⁰ Een voorbeeld uit de praktijk hiervan is de zogenaamde *security agent*. Dit is een agent die wordt benoemd in het prospectus en die enkel bevoegd is voor het nemen van beslissingen met betrekking tot gevestigde of te vestigen zekerheden. Zie bijvoorbeeld Prospectus VGP (d.d. 6 september 2016), 76-77.

¹⁶¹ Zie bijvoorbeeld Prospectus Bekaert (d.d. 20 september 2013), 57-58; Prospectus Fluxys (d.d. 27 maart 2012), 95; Prospectus Befimmo (d.d. 2 december 2011), 57 en Prospectus Befimmo (d.d. 28 maart 2011), 48.

69. Wanneer men deze contractuele bevoegdheden in het prospectus niet aan een agent heeft toegewezen, behoudt de individuele obligatiehouder wel nog steeds de mogelijkheid om een agent aan te stellen. Deze kan dan enkel in zijn naam en voor zijn rekening de obligatievoorwaarden in de individuele leningsovereenkomst die men heeft met de emittent heronderhandelen en mogelijks wijzigen. Het is wel mogelijk dat (vele) verschillende obligatiehouders elk individueel dezelfde agent aanstellen en bijgevolg verkrijgt deze ene agent de bevoegdheid om vele individuele obligatieleningsovereenkomsten met de emittent te heronderhandelen en mogelijks te wijzigen.

4. Voorstellen hervorming van het vennootschapsrecht

70. Wanneer er onder de huidige wetgeving één of meerdere agenten worden aangesteld, moet men terugvallen op het gemeen lastgevingsrecht. In de voorstellen geformuleerd door het BCV-CDS¹⁶² wil men, gezien de juridische onzekerheid die er heerst door het moeten terugvallen op het gemeen recht, de mogelijkheid tot de aanstelling van een vaste vertegenwoordiger wettelijk gaan verankeren.¹⁶³ De voorstellen hebben onder andere betrekking op de aanduiding en afzetting van één of meerdere agenten. Zo zal de aanstelling niet alleen meer kunnen gebeuren in het prospectus, maar ook door een beslissing van de AVO en zal de AVO kunnen beslissen tot afzetting bij gewone meerderheid, op voorwaarde dat deze dan wel één of meerdere nieuwe vertegenwoordigers aanstelt.

Daarnaast zou er ook een wettelijke grondslag gecreëerd worden die de AVO toelaat om de rol van *security agent* op zich te nemen.¹⁶⁴

¹⁶² H. BRAECKMANS, O. CAPRASSE, Y. DE CORDT, H. DE WULF, X. DIEUX, P.-A. FORIERS, A. FRANCOIS, K. GEENS, F. HELLEMANS, G. HORSMANS, K. MARESCEAU, J.-M. NELISSEN GRADE, P. VAN OMMESLAGHE en M. WYCKAERT, *De modernisering van het vennootschapsrecht. Op initiatief van het Belgisch Centrum voor vennootschapsrecht*, Brussel, Larcier, 2014, 268 p.

¹⁶³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 650-651, nr. 1470.

¹⁶⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 651-652, nr. 1473.

Hoofdstuk III . Vervroegde terugbetaling

AFDELING 1. SITUERING

A. VERGOEDENDE RECHTEN VAN DE OBLIGATIEHOUDER

71. Tijdens de looptijd van een obligatielening zal de obligatiehouder in de meeste gevallen recht hebben op een vergoeding. Deze zal veelal bestaan uit een vaste of variabele rente en zal door de emittent meestal jaarlijks verschuldigd zijn.¹⁶⁵ De obligatielening wordt veelal gekwalificeerd als een verbruiklening, maar de bepalingen die hierover zijn opgenomen in het Burgerlijk Wetboek stellen geen verplichting tot vergoeding in. Bijgevolg zal het verschuldigd zijn van een rente contractueel moeten worden bepaald.¹⁶⁶ Waar het bestaan van een recht op vergoeding niet essentieel is om te kunnen spreken van een obligatielening, is het recht op terugbetaling van het uitgeleende kapitaal dit wel. De emittent zal dus op het einde van de obligatielening het ontleende kapitaal aan de obligatiehouders moeten terugbetalen.¹⁶⁷ Als de emittent de verplichting niet heeft om het ontleende kapitaal na de looptijd terug te betalen aan de obligatiehouders, is er geen sprake van een obligatielening, maar wel van een andere rechtsfiguur^{168, 169}.

Het recht op terugbetaling van het ontleende kapitaal van de obligatiehouders is een van de aspecten die hen doet onderscheiden van aandeelhouders. Aandeelhouders - geen verstrekkers van vreemd vermogen - zullen alleen in geval van winst recht hebben op een vergoeding (dividend)¹⁷⁰ en zullen hun inbreng in het kapitaal (eigen vermogen) pas terugkrijgen wanneer aan de wettelijke voorwaarden is voldaan. Obligatiehouders daarentegen zullen ongeacht

¹⁶⁵ P. LAMBRECHT en M. DUPLAT, “L’emprunt obligatoire” in X, *Guide Juridiques de l’Entreprise*, Titre IV, Livre 48.4, Antwerpen, Kluwer, 2013, 34-35, nrs. 400-410, G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 32.

¹⁶⁶ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1902 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (107) 107, nr. 1; A. VERBEKE, P. BRULEZ, N. CARETTE en N. HOEKX, *Bijzondere overeenkomsten in kort bestek*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 210.

¹⁶⁷ Deze verplichting is ook opgenomen onder de verplichtingen van de (ont)lener bij de bepalingen met betrekking tot de verbruiklening. Hiervoor kan verwezen worden naar art. 1902 BW: “De lener is gehouden de geleende zaken in dezelfde hoeveelheid en hoedanigheid en op de overeengekomen tijd terug te geven.”

¹⁶⁸ In dat geval spreekt men van een schenking of gift.

¹⁶⁹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 144, nr. 311.

¹⁷⁰ Het feit dat de vennootschap winst heeft gemaakt, doet voor de aandeelhouders nog geen recht op een dividend ontstaan. Het is mogelijk dat de algemene vergadering van aandeelhouders beslist om de winst te reserveren of over te dragen naar het volgende boekjaar.

winst of verlies recht hebben op een vergoeding tijdens de looptijd indien deze bepaald is in de uitgiftevoorwaarden en zullen daarnaast na de looptijd een recht hebben op de terugbetaling van het ontleende kapitaal.¹⁷¹ Bij het intekenen op een obligatielening wordt de obligatiehouder een schuldeiser van de vennootschap en dit op basis van een contractuele band met de vennootschap. Dit in tegenstelling tot aandelen waar de rechtsband op een statutaire band steunt.¹⁷²

B. TIJDSTIP VAN TERUGBETALING

72. Obligatieleningen zijn zo goed als altijd overeenkomsten van bepaalde duur waarvan de einddatum bepaald is in het prospectus. Het bepalen van de looptijd van obligatieleningen is een aspect dat zich volledig binnen de contractuele vrijheid van de partijen bevindt.¹⁷³ In een aantal uitzonderlijke gevallen gaat het over obligatieleningen van onbepaalde duur, de zogenaamde *perpetuals* of ‘eeuwigdurende obligaties’. *Perpetuals* worden gekenmerkt door hun zeer lange looptijd, beperktere relevantie in de praktijk - aangezien de meeste obligatieleningen van bepaalde duur zijn - en de mogelijkheid van beide partijen bij de obligatieleningsovereenkomst om deze op te zeggen. Door de opzegging van ofwel de emittent ofwel de obligatiehouder, komt er een vervroegd einde aan de ‘eeuwigdurende obligatie’.¹⁷⁴ Een overeenkomst van onbepaalde duur waar de mogelijkheid van opzegging niet is voorzien, zou in strijd zijn met openbare orde.¹⁷⁵ Deze vervroegde beëindiging van obligatieleningen van onbepaalde duur dient wel onderscheiden te worden van de vervroegde terugbetalingen in het kader van obligatieleningsovereenkomsten van bepaalde duur die in dit hoofdstuk besproken worden.

¹⁷¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 56, nr. 128; G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 3.

¹⁷² G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 3.

¹⁷³ Toch ziet men in de praktijk dat de looptijd van een obligatie altijd door de emittent wordt bepaald en de obligatiehouders zich hiermee akkoord verklaren door intekening of later door verkrijging.

¹⁷⁴ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 42.

¹⁷⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 147, nr. 320 waarin wordt verwezen naar P. VAN OMMESLAGHE, “Examen de jurisprudence: les obligations”, *RCJB* 1975, 619.

Het uitgeven van een *perpetual* kan voor de emittent bijzonder aantrekkelijk zijn gezien het feit dat deze financiering kan bekomen zonder op korte termijn met een terugbetalingsverplichting te worden geconfronteerd. Deze ‘eeuwigdurende obligaties’ zijn obligatieleningen die veelal populair zijn bij financiële instellingen.¹⁷⁶ Gezien het eeuwigdurende karakter van deze obligatieleningen, mocht de emittent dit als eigen vermogen gaan behandelen in het licht van de verstrengde kapitaalverplichtingen.¹⁷⁷ De obligatiehouder op zijn beurt kan zich verzekerd zien van een bepaald rendement gedurende een langere termijn.¹⁷⁸ Dit rendement zal voor de obligatiehouder vaak ook hoger zijn dan bij een obligatielening van bepaalde duur, gezien het grotere risico dat hieraan is verbonden door de langere looptijd.

73. In de meeste gevallen gaat het dus over obligatieovereenkomsten van bepaalde duur. De tijdsbepaling opgenomen in de leningsovereenkomst - dus ook deze van een obligatielening - is bedongen in het voordeel van beide partijen.¹⁷⁹ De teruggave van het uitgeleende kapitaal door de emittent dient pas te gebeuren op het tijdstip bepaald in de uitgiftevoorwaarden. Deze tijdsbepaling is dus in de eerste plaats opgenomen in het voordeel van de emittent (ontlener), gezien het eerste deel van art. 1187 BW stelt dat “*De tijdsbepaling wordt vermoed te zijn bedongen ten voordele van de schuldenaar* (emittent), (...)”. Voordien kunnen de obligatiehouders (uitleners) normaliter de teruggave niet vorderen, tenzij hierin uitdrukkelijk wordt voorzien in de uitgiftevoorwaarden.

Daarnaast valt het moeilijk te ontkennen dat de terugbetalingstermijn ook in het voordeel van de schuldeisers (obligatiehouders) is bedongen, wat ook blijkt uit het tweede deel van art. 1187 BW: “(...), *tenzij uit het beding of uit de omstandigheden blijkt dat zij ook ten voordele van de schuldeiser* (obligatiehouder) *bedongen is*”. De beleggingsbeslissing genomen door

¹⁷⁶ Een voorbeeld hiervan is de *Perpetual* van Ageas (juni 2008). Deze *perpetual* werd op dat moment uitgegeven om de overname van ABN Amro te kunnen financieren.

¹⁷⁷ P. LAMBRECHT en M. DUPLAT, “L’emprunt obligatoire” in X, *Guide Juridique de l’Entreprise*, Titre IV, Livre 48.4, Antwerpen, Kluwer, 2013, 38, nr. 521; X, (2012, 23 april). Eeuwigdurende obligaties (of perpetuuls) zijn geen obligaties! *Moneytalk*. Geraadpleegd via <http://moneytalk.knack.be/geld-en-beurs/beleggen/eeuwigdurende-obligaties-of-perpetuuls-zijn-geen-obligaties/article-normal-385495.html>

(Consultatie 20 oktober 2017).

¹⁷⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 146-147, nr. 319.

¹⁷⁹ C. BIQUET-MATHIEU, “Crédit, remboursement anticipé et indemnité de remploi”, *RNB* 2006, (494) 504, nr. 6; J. PETIT, *Interest in APR*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen België, 1995, 14, nr. 19.

een obligatiehouder is veelal gesteund op de looptijd van de obligatielening en de daaraan verbonden rente. Het feit dat een terugbetalingstermijn is bepaald, geeft de obligatiehouders een zekerheid op een bepaald rendement gedurende een bepaalde periode.¹⁸⁰ De obligatiehouders hebben er dus wel degelijk belang bij dat de emittent de obligatielening niet op eender welk moment geheel of gedeeltelijk vervroegd kan terugbetalen buiten de uitgiftevoorwaarden in het prospectus om.¹⁸¹

74. Aangezien art. 1187 BW dus van suppletief recht is, kunnen de partijen de vervroegde terugbetaling en de modaliteiten ervan regelen in de uitgiftevoorwaarden.¹⁸² In de praktijk ziet men dat er in zo goed als alle gevallen wordt voorzien in een recht van vervroegde terugbetaling (zie afdeling 2) en/of een recht van vervroegde opeisbaarheid (zie afdeling 3).

AFDELING 2. RECHT VAN VERVROEGDE TERUGBETALING

75. Aangezien de terugbetalingstermijn dus ook in het voordeel van de obligatiehouders is bedongen, mag de emittent de obligatielening niet volledig vervroegd terugbetalen wanneer hierover niets is bepaald in het prospectus. In de praktijk wordt dan ook in de grote meerderheid van de prospectussen clausules voorzien die de emittent het recht geven om de obligatielening vervroegd terug te betalen.¹⁸³ Het gegeven deze omstandigheden op te nemen in het prospectus, laat de emittent de mogelijkheid om in te spelen op gewijzigde omstandigheden. Zo kan de emittent een obligatielening met een té hoge rente of met té veel beperkende voorwaarden (vb. financiële ratio's en *covenants*), gezien de marktomstandigheden, vervroegd gaan terugbetalen.¹⁸⁴ De emittent is op dat moment verlost van de zware verplichtingen onder de vroegere, terugbetaalde obligatielening en kan eventueel overgaan tot de uitgifte van een nieuwe obligatielening met een lagere rente of met minder beperkende voorwaarden.

¹⁸⁰ K. TROCH, “De wederbeleggings- en ‘funding loss’-vergoeding bij vervroegde terugbetaling van commerciële kredieten met bepaalde duur”, *T.Fin.R.* 2002, (248) 253.

¹⁸¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 150, nr. 327; J. PETIT, *Interest in APR*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen België, 1995, 14, nr. 19.

¹⁸² L. VAN DEN STEEN, “Het recht op een vervroegde terugbetaling van een krediet van bepaalde duur en de wederbeleggingsvergoeding”, *RW*, 2005-06, (979) 980, nr. 6.

¹⁸³ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 41.

¹⁸⁴ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 42.

76. Men ziet in de praktijk dat een meerderheid van de prospectussen voorziet in een recht voor de emittent om de obligatielening vervroegd terug te betalen, zij het in bepaalde omstandigheden en onder bepaalde voorwaarden zoals omschreven in het prospectus. De obligatiehouders dienen zich terdege bewust te zijn van de in het prospectus bepaalde modaliteiten van terugbetaling. Vooral het gegeven of de obligatielening volledig of gedeeltelijk vervroegd kan worden terugbetaald, heeft gevolgen voor de obligatiehouder. Vanuit het standpunt van de obligatiehouders is het dan ook aangewezen dat in de uitgiftevoorwaarden gestipuleerd wordt dat enkel een volledige en geen gedeeltelijke vervroegde terugbetaling toegelaten is.¹⁸⁵ Wanneer dit niet het geval is, kan er een discriminatie ontstaan tussen enerzijds de obligatiehouders die gedwongen worden de vervroegde terugbetaling te aanvaarden en anderzijds de obligatiehouders die hun obligaties en het daaraan verbonden rendement mogen behouden.¹⁸⁶

A. OMSTANDIGHEDEN EN VOORWAARDEN VAN VERVROEGDE TERUGBETALING

77. De uitgiftevoorwaarden zullen niet enkel de omstandigheden omschrijven waarin er door de emittent tot vervroegde terugbetaling kan worden overgegaan, maar ook de voorwaarden waaraan moet zijn voldaan in die bepaalde omstandigheden. Er dient gewezen te worden op het feit dat naast de omstandigheden en voorwaarden hieronder besproken, het een individuele obligatiehouder en de emittent steeds vrij staat om via een uitdrukkelijk akkoord tot vervroegde terugbetaling over te gaan. Dit zal enkel een effect hebben op de fractie van de obligatielening die in handen is van deze individuele obligatiehouder en laat dus verder de fracties van de andere obligatiehouders ongemoeid.¹⁸⁷ Er zal pas sprake zijn van een einde van de obligatielening wanneer alle obligatiehouders vervroegd worden terugbetaald.

¹⁸⁵ Een voorbeeld van dergelijke clause is onder andere terug te vinden in Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 17 mei 2016), 56: “*The Notes may be redeemed at the option of the Issuer in whole, but not in part, on any Interest Payment Date (if this Note is a Floating Rate Note) or, at any time, (if this Note is not a Floating Rate Note) (...)”.*

¹⁸⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 149-150, nr. 326.

¹⁸⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 151, nr. 328.

Hieronder volgt een bespreking van de omstandigheden die in de praktijk aanleiding kunnen geven tot een recht op vervroegde terugbetaling voor de emittent en de voorwaarden waarvan deze afhankelijk worden gesteld.

1. Fiscale redenen

78. Vaak gaan prospectussen het recht van vervroegde terugbetaling voorzien in het geval er een wijziging komt in de Belgische fiscale wetgeving en reglementering of er een wijziging is in de toepassing of interpretatie van die wetgeving na de uitgiftedatum van de obligaties.¹⁸⁸ De emittent zal dit voorzien wanneer deze veranderingen de terugbetaling van het uitgeleende kapitaal en/of de rente in het gedrang zouden brengen en de emittent zou verplichten om bijkomende bedragen te betalen om de betaling van de oorspronkelijk bepaalde bedragen en vergoedingen te garanderen. Hij zal zich dus als het ware indekken tegen een verzwaring van zijn verplichtingen tegenover de obligatiehouders in geval van wijzigende fiscale wetgeving of de interpretatie en toepassing hiervan.

79. De uitgiftevoorwaarden bepalen niet alleen wanneer vervroegd kan worden terugbetaald, maar ook welke procedure de emittent hiervoor dient te volgen. Veelal zal een opzeggingstermijn bepaald worden die de emittent in acht moet nemen. Deze varieert in de praktijk tussen de 15 en 60 kalenderdagen. Soms vindt men in de uitgiftevoorwaarden ook een bepaling die stelt dat de opzegging niet eerder kan gegeven worden dan een bepaald aantal dagen (vaak 90 dagen) voordat de emittent verplicht zou worden om bijkomende

¹⁸⁸ Een voorbeeld van dergelijke clause kan onder andere gevonden worden in Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 17 mei 2016), 56: “**Redemption for Taxation Reasons:** *The Notes may be redeemed at the option of the Issuer in whole, but not in part, on any Interest Payment Date (if this Note is a Floating Rate Note) or, at any time, (if this Note is not a Floating Rate Note), on giving not less than 30 nor more than 60 days’ notice to the Noteholders (which notice shall be irrevocable), at their Early Redemption Amount (as described in Condition 5(b) above) (together with interest accrued to the date fixed for redemption), if (i) the Issuer has or will become obliged to pay additional amounts as provided or referred to in Condition 7 as a result of any change in, or amendment to, the laws or regulations of the Kingdom of Belgium or, in each case, any political subdivision or any authority thereof or therein having power to tax, or any change in the application or official interpretation of such laws or regulations, which change or amendment becomes effective on or after the date on which agreement is reached to issue the first Tranche of the Notes, and (ii) such obligation cannot be avoided by the Issuer taking reasonable measures available to it, provided that no such notice of redemption shall be given earlier than 90 days prior to the earliest date on which the Issuer would be obliged to pay such additional amounts were a payment in respect of the Notes then due. (...)*”. Andere voorbeelden kunnen onder andere worden gevonden in Prospectus Terra² NV (d.d. 29 juni 2016), 43; Prospectus Warehouses De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 22 maart 2016), 39-40; Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 73-74; Prospectus Proximus NV (d.d. 2 september 2015), 53; Prospectus Terra² (d.d. 30 juni 2015), 40; Prospectus Warehouses De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 23 juni 2015), 39-40; Prospectus Tessengerlo Chemie NV (d.d. 16 juni 2015), 76; Prospectus Ghelamco Invest NV (d.d. 4 juni 2015), 45; Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 29 april 2015), 53 en Infracvba (d.d. 1 oktober 2013), 46.

bedragen te betalen ingevolge de wijziging van de fiscale wetgeving of de interpretatie ervan.¹⁸⁹ Daarnaast bepalen de uitgiftevoorwaarden ook tegen welke waarde de obligaties terugbetaald moeten worden (veelal de nominale waarde) en het lot van de vervallen interesten (dewelke veelal ook gewoon verschuldigd zullen zijn).

De emittent moet volgens sommige uitgiftevoorwaarden voorzien in een attest dat ondertekend dient te zijn door twee bestuurders van de uitgevende vennootschap en een juridisch advies van een onafhankelijke, gerenommeerde juridisch adviseur.¹⁹⁰ Het attest en het juridisch advies dienen beide aan de agent van de emittent - dewelke vaak een bank is - te worden overhandigd.

2. Call-optie emittent

80. De emittent kan in de uitgiftevoorwaarden voor zichzelf een call-optie of *Emittent call (option)/ Issuer call (option)* bedingen.¹⁹¹ Hiermee kent hij zichzelf het recht toe om naar

¹⁸⁹ Voorbeelden hiervan kunnen onder andere gevonden worden in Prospectus Integrale CCA (d.d. 9 december 2014), 41 en Prospectus Warehouses De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 11 maart 2013), 33: “ (...) *provided that no such notice of redemption shall be given earlier than 90 days prior to the earliest date on which the Issuer would be obliged to pay such additional amounts were a payment in respect of the Bonds then due.*”.

¹⁹⁰ Voorbeelden hiervan zijn onder andere terug te vinden in Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 17 mei 2016), 56: “ (...) *Prior to the publication of any notice of redemption pursuant to this Condition 5(c), the Issuer shall deliver to the Agent a certificate signed by two directors of the Issuer stating that the Issuer is entitled to effect such redemption and setting forth a statement of facts showing that the conditions precedent to the right of the Issuer so to redeem have occurred, and an opinion of independent legal advisers of recognised standing to the effect that the Issuer has or will become obliged to pay such additional amounts as a result of such change or amendment.*” en Prospectus Deceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 74: “ (...) *Voorafgaand aan het geven van een Bericht van Fiscale Terugbetaling krachtens deze paragraaf, zal de Emittent aan de Agent: (a) een attest bezorgen, ondertekend door twee bestuurders van de Emittent, dat verklaart dat de Emittent het recht heeft om dergelijke terugbetaling te verrichten en met uiteenzetting van feiten die aantonen dat de opschortende voorwaarden met betrekking tot het recht op terugbetaling van de Emittent werden voldaan; en (b) een advies van onafhankelijke juridische adviseurs van erkende reputatie bezorgen, waarin wordt uitgelegd dat de Emittent verplicht is of zal zijn om dergelijke bijkomende bedragen te betalen als gevolg van een dergelijke wijziging of verandering.*”. Deze voorbeelden geven ook duidelijk aan wat het attest en het onafhankelijk juridisch advies moeten inhouden.

¹⁹¹ Volgende clause ziet men vaak in prospectussen terugkomen: “***Redemption at the Option of the Issuer: If Call Option is specified in the applicable Final Terms, the Issuer may, on giving not less than 15 nor more than 30 days' irrevocable notice to the Noteholders (or such other notice period as may be specified in the applicable Final Terms) redeem all or, if so provided, some of the Notes on any Optional Redemption Date. Any such redemption of Notes shall be at their Optional Redemption Amount specified in the applicable Final Terms (which may be the Early Redemption Amount (as described in Condition 5(b) above)), together with interest accrued to the date fixed for redemption. Any such redemption or exercise must relate to Notes of a nominal amount at least equal to the Minimum Redemption Amount to be redeemed specified in the applicable Final Terms and no greater than the Maximum Redemption Amount to be redeemed specified in the applicable Final Terms. All Notes in respect of which any such notice is given shall be redeemed on the date specified in such notice in accordance with this Condition.***” (Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 17 mei 2016), 56). Soortgelijke clauses kan men onder andere terugvinden in: Prospectus Ghelamco Invest NV (d.d. 4 juni 2015), 45; Prospectus Studio 100 NV (d.d. 2 juni 2015), 65-66; Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 29 april

eigen goeddunken en op de momenten ¹⁹² bepaald in de uitgiftevoorwaarden, de obligatielening geheel of gedeeltelijk terug te betalen.¹⁹³ Dit geeft de emittent de mogelijkheid om, in geval van gewijzigde omstandigheden die in zijn nadeel spelen, te ontsnappen aan de lopende obligatielening. Er dient geen reden opgegeven te worden voor het uitoefenen van de call-optie, doch dient de emittent rekening te houden met de opzeggingstermijn zoals bepaald in de uitgiftevoorwaarden.¹⁹⁴ De opzegging gegeven door de emittent zal vaak in het prospectus als onherroepelijk worden beschouwd. Op het moment van terugbetaling dient er gekeken te worden welke waarde de obligaties hebben, wat het lot is van de vervallen interesten en zal veelal ook een wederbeleggingsvergoeding verschuldigd zijn.¹⁹⁵ Deze berekeningen zullen gemaakt worden door de (berekenings)agent (veelal een bank), aangesteld in de uitgiftevoorwaarden. De (berekenings)agent zal deze berekeningen maken volgens de bepalingen en beschrijvingen opgenomen in de uitgiftevoorwaarden.¹⁹⁶

2015), 53-54; Prospectus UCB NV (d.d. 10 maart 2015), 72-73; Prospectus Eandis CVBA (d.d. 25 november 2014), 52-53; Prospectus De Cronos Groep NV (d.d. 12 november 2014), 35; Prospectus Infrac CVBA (d.d. 1 oktober 2013), 46-47; Prospectus Eandis CVBA (d.d. 17 september 2013), 68; Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 7 juni 2013), 52; Prospectus UCB Lux NV (d.d. 6 maart 2013), 78-79 en Prospectus Eandis CVBA (d.d. 31 oktober 2012), 58.

¹⁹² Prospectussen zullen veelal momenten bepalen waarop de emittent de mogelijkheid heeft om zijn call-optie uit te oefenen. Er zal dan veelal een *Optional Redemption Date* bepaald worden. Op deze dag en een bepaalde periode ervoor (veelal 90 dagen of 3 maanden) heeft de emittent de mogelijkheid om zijn call-optie uit te oefenen. Het bepalen van deze momenten geeft een bepaalde zekerheid aan de obligatiehouders, aangezien ze weten dat tijdens bepaalde periodes de emittent zijn call-optie kan uitoefenen, maar buiten deze periodes is men dan ook zeker dat er niet vervroegd zal worden terugbetaald en is men bijgevolg zeker van zijn rendement.

¹⁹³ Voor de problematiek rond gehele dan wel gedeeltelijke terugbetaling van de obligatielening kan verwezen worden naar randnummer 76.

¹⁹⁴ Een voorbeeld van een opzeggingstermijn opgenomen in het prospectus is onder andere te vinden in Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 76-77: “*De Emittent mag alle Obligaties terugbetalen tegen het Vrijwillige Terugbetalingsbedrag, mits: (i) voorafgaande kennisgeving aan de Obligatiehouders van niet minder dan 30 noch meer dan 60 kalenderdagen overeenkomstig Voorwaarde 15 (Kennisgeving); en (ii) niet minder dan 30 kalenderdagen vóór het mededelen van de kennisgeving onder paragraaf (i), voorafgaande kennisgeving aan de Agent, waarbij deze kennisgevingen onherroepelijk zijn en de vastgestelde terugbetalingsdatum opgeven, dewelke een Interestbetalingsdatum moet zijn (de “Datum van Vrijwillige Terugbetaling”). Het Vrijwillige Terugbetalingsbedrag wordt vermeerderd met, indien van toepassing, interest aangegroeid tot (maar met uitzondering van) de Datum van Vrijwillige Terugbetaling.*”.

¹⁹⁵ Voor een bespreking van de problematiek van de wederbeleggingsvergoeding kan er verwezen worden naar de randnummers 86-89.

¹⁹⁶ Voorbeeld van een clause waarin de bevoegdheid van een Berekeningsagent (*in casu* KBC Bank) wordt omschreven: “*Op de Berekeningsdatum, zal de Berekeningsagent de geldende Vrijwillige Terugbetalingsvoet berekenen, zal hij het toepasselijke Vrijwillige Terugbetalingsbedrag bepalen en zal hij de Emittent en de Agent daarvan op de hoogte brengen uiterlijk op de eerste Werkdag na de Berekeningsdatum. De bepaling van de interestvoet of het bedrag door de Berekeningsagent is (in de afwezigheid van grove fout) definitief en bindend voor de partijen. De Berekeningsagent zal optreden als onafhankelijke deskundige en niet als agent van de Emittent en/of de Obligatiehouders.*” (Prospectus Deceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 76-77).

Een bijzonder voorbeeld van een call-optie is terug te vinden in het prospectus van Tivano NV (d.d. 10 juni 2014). De emittent kan de obligatielening vervroegd terugbetalen na 3 of 6 jaar, mits conforme opzegging en kennisgeving. Maar de emittent kan eveneens ten allen tijde vervroegd terugbetalen wanneer de obligatiehouder ophoudt klant te zijn bij Eneco. Het afroepen van de call-optie wordt dus afhankelijk gesteld van de voorwaarde of men nog steeds klant is van Eneco (leverancier van gas en elektriciteit).¹⁹⁷ In dit specifieke geval verkrijgt de obligatiehouder de vervroegde terugbetaling van het uitgeleende kapitaal en de nog uitstaande interesten.

81. Wanneer de emittent zijn call-optie uitoefent en vervroegd terugbetaalt, krijgen de obligatiehouders wel hun inleg terug, maar de rendementen die de obligatiehouders in de toekomst zouden gehaald hebben uit couponbetalingen komen te vervallen. Hiervan kan contractueel worden afgeweken in de uitgiftevoorwaarden, in de zogenaamde *Make-Whole Redemption*-clausule. Als de emittent dan zijn call-optie uitoefent, zal hij niet enkel het kapitaal en vervallen interesten moeten terugbetalen, maar ook de coupons die deze had moeten betalen in geval hij niet zou zijn overgegaan tot een vervroegde terugbetaling en dit tegen de huidige waarde. Dergelijke clausule is in het voordeel van de obligatiehouder die zijn rendement gewaarborgd ziet, ook al wordt er door de emittent tot vervroegde terugbetaling overgegaan. Aangezien het uitoefenen van dergelijke *Make-Whole call* voor de emittent hoge kosten met zich kan meebrengen, heeft het invoeren van dergelijke clausule een ontradend effect op de emittent om zijn optie uit te oefenen. Deze clausule zal men dan ook vaker in private uitgiftes terugvinden waar institutionele beleggers een sterkere onderhandelingspositie gaan innemen en zo hun positie willen verstevigen ten opzichte van de emittent.¹⁹⁸ Soms is dergelijke clausule ook terug te vinden in prospectussen bij openbare uitgiftes.¹⁹⁹

¹⁹⁷ Prospectus Tivano NV (d.d. 10 juni 2014), 26-27.

¹⁹⁸ X, *Make Whole Call (Provision)*, <http://www.investopedia.com/terms/m/make-wholecall.asp> (Consultatie 26 oktober 2017); X, *Make Whole Call (Provision)*, <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/bonds/make-whole-call-provision-6270> (Consultatie 26 oktober 2017).

¹⁹⁹ Een voorbeeld van dergelijke clausule kan onder andere gevonden worden in Prospectus Proximus NV (d.d. 2 september 2015), 58-59: “**6.4. Redemption at the option of the Issuer (Make-Whole Redemption by the Issuer):** This Condition 6.4 applies to Notes which are subject to redemption prior to the Maturity Date at the option of the Issuer (other than for taxation reasons or Issuer Call), such option being referred to as Make-Whole Redemption by the Issuer. (...) In the case of a partial redemption of Notes, the redemption may be effected by reducing the nominal amount of all such Notes in proportion to the aggregate nominal amount redeemed. In this Condition: Make-Whole Redemption Amount means the higher of: (i) the outstanding nominal amount of the relevant Note; and (ii) the sum, as determined by the Calculation Agent, of the present values of

3. Bijzonder geval: inkoop eigen obligaties

82. De inkoop van eigen obligaties moet duidelijk onderscheiden worden van het recht van vervroegde terugbetaling in geval van fiscale redenen (zie 1.) en de uitoefening van een call-optie door de emittent (zie 2.). Waar het in deze omstandigheden gaat over een recht van de emittent om zich daarop te beroepen, gaat het bij inkoop van eigen obligaties over een overeenkomst tussen de emittent en de obligatiehouder op vrijwillige basis. Het is een alternatief om zonder beslissing van de AVO tot de vervroegde terugbetaling over te gaan. Een individuele obligatiehouder kan niet worden gedwongen door de emittent tot een inkoop van eigen obligaties. Deze zal hier dus moeten rekenen op de bereidheid van de obligatiehouders om hun obligaties aan de emittent te verkopen.²⁰⁰ In de andere twee gevallen kan dit wel aan de obligatiehouder worden opgedrongen, wanneer dit is opgenomen in de uitgiftevoorwaarden of door instemming van de AVO.²⁰¹ Door de inkoop van eigen obligaties verkrijgt de emittent zowel de hoedanigheid van schuldenaar als schuldeiser. De emittent wordt als het ware zijn eigen schuldeiser, maar de schuld gaat wel niet teniet of dooft niet uit. Enkel de materiële uitvoering van de verbintenis wordt verhindert. Het feit dat de schuld niet teniet gaat of uitdooft is van belang voor de emittent, aangezien hij de obligaties die hij zelf in handen heeft terug kan verkopen zonder dat het over een creatie van een nieuwe schuld gaat.²⁰² *De facto* heeft de inkoop van eigen obligaties voor de obligatiehouder hetzelfde gevolg als bij de fiscale redenen of call-optie, namelijk een vervroegde terugbetaling van zijn obligatielening. De ene keer gaat het over een vervroegde aflossing van een schuldvordering, de andere keer over een koop-verkoop.

the remaining scheduled payments of principal and interest on the Notes to be redeemed (not including any portion of such payments of interest accrued to the date of redemption) discounted to the relevant make-Whole Redemption Date on an annual basis (assuming a 360-year consisting of twelve 30-day months) at the Reference Rate plus the Make-Whole Redemption Margin (if any) specified in the applicable Final Terms.”. Ter illustratie kan ook verwezen worden naar Prospectus Tessenderlo Chemie NV (d.d. 16 juni 2015), 76-77 en Prospectus Financière Rémy Cointreau NV (d.d; 9 augustus 2013), 22-23.

²⁰⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 229-230, nr. 476.

²⁰¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 154, nr. 334.

²⁰² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 154, nr. 335. POPPE en PIETTE zijn echter de mening toegedaan dat de vennootschap haar eigen ingekochte obligaties niet terug opnieuw kan verkopen, aangezien volgens hen de hoedanigheid van schuldeiser en schuldenaar zich in eenzelfde persoon verenigen en op grond van art. 1300 BW de schuldvordering verdwijnt door schuldvermenging (zie hierover G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 2).

Bij een call-optie uitgeoefend door de emittent, gaat de emittent de schuldvordering van de obligatiehouder niet overnemen maar zijn verplichting tot terugbetaling al gaan aflossen. De schuld die de emittent had ten aanzien van de obligatiehouder(s) gaat in het geval van de uitoefening van de call-optie wel teniet en dit enkel ten aanzien van de obligatiehouders tegenover wie de call-optie werd uitgeoefend.

83. Doordat de emittent de eigen ingekochte obligaties mogelijks verder kan verkopen en het niet gaat over de creatie van een nieuwe schuld, zijn in een aantal prospectussen voorbeelden terug te vinden van clausules die de emittent het recht toekennen met (een) obligatiehouder(s) te onderhandelen teneinde obligaties onderhands terug te kopen²⁰³ of deze obligaties op te kopen op de vrije markt in overeenstemming met de toepasselijke wetgeving²⁰⁴. Dit bevestigt het feit dat de inkoop van eigen obligaties veelal gebaseerd is op een vrijwillig akkoord tussen de emittent en de obligatiehouder. Deze clausules zijn in het licht van het niet uitdoven of niet tenietgaan van de schuld, perfect geldig.

84. Er zal dan ook in de uitgiftevoorwaarden vaak bepaald worden wat de emittent en mogelijks de dochtervennootschap met de eigen ingekochte obligaties mag doen. De emittent kan dit doen omdat er voor de verkrijging van eigen obligaties geen bijzondere voorwaarden zijn bepaald zoals dit wel het geval is voor verkrijging van eigen aandelen, winstbewijzen en certificaten.²⁰⁵ Veelal wordt de mogelijkheid voorzien om de eigen ingekochte obligaties bij te houden, terug uit te geven of te verkopen naar eigen goeddunken. Soms worden deze eigen

²⁰³ Een voorbeeld van dergelijke clause kan onder andere teruggevonden worden in Prospectus Terra² NV (d.d. 29 juni 2016), 43: “*De Emittent heeft op elk moment het recht om te onderhandelen met (een) Obligatiehouder(s) teneinde Obligaties onderhands terug te kopen (a pari). De aldus teruggekochte Obligaties worden aan de Emittent overgedragen voor vernietiging.*”.

²⁰⁴ Voorbeelden van dergelijke clause kan onder andere teruggevonden worden in Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 17 mei 2016), 57: “**Purchases:** *The Issuer and its Subsidiaries may at any time purchase Notes in the open market or otherwise at any price, in accordance with any applicable legislation.*” en Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 77: “*De Emittent of een Dochtervennootschap kan op elk moment Obligaties aankopen op de open markt of anderszins en tegen gelijk welke prijs, met inachtneming van alle geldende regels of voorschriften (met inbegrip van de eisen van enige beurs waarop de Obligaties genoteerd zijn). Elke aldus aangekochte Obligatie kan worden gehouden, doorverkocht of geannuleerd naar eigen goeddunken.*”.

²⁰⁵ Voor de voorwaarden met betrekking tot inkoop eigen aandelen zie artikelen 322 (voor wat betreft de BVBA) en 620 W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA). Art. 620 W.Venn is van toepassing op vier soorten effecten: de aandelen met stemrecht, de aandelen zonder stemrecht, de winstbewijzen en de certificaten die betrekking hebben op aandelen of winstbewijzen. Andere effecten zoals warrants, obligaties of optierechten vallen niet onder de regeling van de verkrijging van eigen aandelen. (Zie hierover W. VAN GAVER, “Commentaar bij artikel 620 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, Mechelen, Kluwer, 2015, afl. 43, (117) 128-129).

ingekochte obligaties vernietigd.²⁰⁶ De emittent kan zich de mogelijkheid voorhouden om ingekochte obligaties terug in de markt brengen om aan nieuwe financieringsnoden te voldoen.

Wanneer de emittent beslist om de ingekochte obligaties aan te houden, wordt het lot van de aan deze obligaties verbonden stemrechten in de AVO bepaald in de uitgiftevoorwaarden. In tegenstelling tot inkoop van eigen aandelen²⁰⁷, schrijft het Wetboek van vennootschappen geen verplichte schorsing voor van de stemrechten op de AVO verbonden aan de eigen ingekochte obligaties.²⁰⁸ Het is mogelijk dat in de uitgiftevoorwaarden een schorsing van de stemrechten in de AVO is voorzien.²⁰⁹ Dit valt dan ook aan te raden vanuit het standpunt van de obligatiehouders.²¹⁰

85. De emittent wordt in geval van inkoop eigen obligaties *de facto* bevrijd van de verplichting tot het betalen van een periodieke vergoeding (rente) die aan deze eigen obligaties zijn verbonden. De verplichting op zich blijft wel bestaan, maar dit zou neerkomen op het betalen van een vergoeding aan zichzelf. Bij vervreemding van de ingekochte eigen obligaties zullen voor de duur van het aanhouden door de emittent van deze obligaties, geen vergoedingen verschuldigd zijn aan de overnemer van deze obligaties.²¹¹

B. WEDERBELEGGINGSVERGOEDING

86. De kwalificatie van een obligatielening als een verbruiklening (lening op interest) brengt de toepasselijkheid van de bepalingen over de lening uit het Burgerlijk Wetboek met

²⁰⁶ Een voorbeeld van dergelijke clause kan onder andere teruggevonden worden in Prospectus Warehouses De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 22 maart 2016), 43: “(...) *Bonds purchased by the Issuer or any of its Subsidiaries may be held, reissued or resold at the option of the Issuer or relevant Subsidiary, or surrendered to the Agent for cancellation.*”.

²⁰⁷ Zie hierover art. 622, §1 W.Venn.

²⁰⁸ H. BRAECKMANS en R. HOUBEN, *Handboek Vennootschappen*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 615, nr. 1134; P. LAMBRECHT en M. DUPLAT, “L’emprunt obligataire” in X, *Guide Juridique de l’Entreprise*, Titre IV, Livre 48.4, Antwerpen, Kluwer, 2013, 14, nr. 081.

²⁰⁹ Een voorbeeld hiervan kan gevonden worden in onder andere Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 77: “*De stemrechten verbonden aan dergelijke teruggekochte Obligaties zullen worden geschorst in geval van een algemene vergadering van Obligatiehouders en voor doeleinden van een dergelijke algemene vergadering van Obligatiehouders zullen dergelijke Obligaties worden geacht niet uit te staan.*”.

²¹⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 155-156, nr. 337.

²¹¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 154-155, nr. 335.

zich mee (artikelen 1874 tot en met 1914 BW).²¹² Art. 1907*bis* BW²¹³ stelt dat in geval van gehele of gedeeltelijke vervroegde terugbetaling van een leningsovereenkomst, er kan voorzien zijn in een wederbeleggingsvergoeding die verschuldigd is door de ontleners (emittent) die de (obligatie)lening vervroegd wenst terug te betalen. Dit art. 1907*bis* BW bevat geen impliciet recht op vervroegde terugbetaling.²¹⁴ De wederbeleggingsvergoeding beoogt de schade te vergoeden die de uitleners (obligatiehouder) zou kunnen leiden indien de nieuwe investeringen van zijn fondsen minder rendement met zich zouden meebrengen.²¹⁵ Zoals blijkt uit art. 1907*bis* BW mag de wederbeleggingsvergoeding niet meer bedragen dan zes maanden interest, berekend over de terugbetaalbare som en naar de in de overeenkomst bepaalde rentevoet. Er bestaat in de rechtsleer discussie of art. 1907*bis* BW wel van toepassing is op obligatieleningen.²¹⁶ In hetgeen volgt wordt uitgegaan van de premisse dat art. 1907*bis* BW wel degelijk van toepassing is op obligatieleningen.

87. De rechtspraak²¹⁷ en de meerderheid in de rechtsleer²¹⁸ zijn van oordeel dat art. 1907*bis* BW enkel van toepassing is op vrijwillige vervroegde terugbetalingen van leningen op interest (waaronder de obligatielening) en niet op gedwongen vervroegde terugbetalingen. Er zal dus geen wederbeleggingsvergoeding verschuldigd zijn in geval van contractuele wanprestatie van de emittent, aangezien er dan sprake is van een gedwongen vervroegde

²¹² Zie *supra* nr. 12.

²¹³ Art. 1907*bis* BW: “Bij gehele of gedeeltelijke terugbetaling van een lening op interest kan in geen geval van de schuldenaar (de emittent), buiten het terugbetaalde kapitaal en de vervallen interest, een vergoeding voor wederbelegging worden gevorderd, groter dan zes maanden interest, berekend over de terugbetaalde som en naar de in de overeenkomst bepaalde rentevoet.”

²¹⁴ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907*bis* BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (131) 132, nr. 2; L. VAN DEN STEEN, “Het recht op een vervroegde terugbetaling van een krediet van bepaalde duur en de wederbeleggingsvergoeding”, *RW*, 2005-06, (979) 980, nr. 6.

²¹⁵ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907*bis* BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (131) 133, nr. 4.

²¹⁶ LAMBRECHT en DUPLAT beargumenteren dat art. 1907*bis* BW niet van toepassing is op de obligatielening (Zie hiervoor: P. LAMBRECHT en M. DUPLAT, “L’emprunt obligataire” in X, *Guide Juridique de l’Entreprise*, Titre IV, Livre 48.4, Antwerpen, Kluwer, 2013, 11, nr. 060). BRULOOT en MARESCEAU zijn het daar niet mee eens en gaan er vanuit dat art. 1907*bis* BW weldegelijk van toepassing is op de obligatielening. (Hun argumentatie is terug te vinden in D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 18, nrs. 38-39).

²¹⁷ Antwerpen 2 oktober 2003, *TBH* 2005, 174, noot J. BUYLE en M. DELIERNEUX; Brussel 12 februari 2009, *Not.Fisc.M.* 2010, 49 noot D. GOYENS en Luik 9 mei 1989, *Ann.dr.Lg.* 1990, 49, noot C. BIQUET-MATHIEU.

²¹⁸ *Pro*: A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907*bis* BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (131) 135, nr. 8 en D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 152, nr. 332 en K. TROCH, “De wederbeleggingsvergoeding en “funding-loss” vergoeding”, *T.Fin.R.* 2002, (248) 263-264. *Contra*: C. BIQUET-MATHIEU, “L’article 1907*bis* limite l’indemnité de remploi à six mois d’intérêts”, *TBBR* 2007, 634.

terugbetaling. In geval van wanprestatie zal er veelal in de uitgiftevoorwaarden voorzien zijn in schadebedingen die onderworpen blijven aan de gemeenrechtelijke regels en waarbij de rechter over een matigingsbevoegdheid beschikt.²¹⁹ Door het feit dat in de situatie van het verschuldigd zijn van een wederbeleggingsvergoeding niet gaat over een wanprestatie, is er geen ingebrekestelling nodig om de wederbeleggingsvergoeding opeisbaar te maken.²²⁰

88. Art. 1907*bis* BW zal pas toepassing vinden wanneer in de uitgiftevoorwaarden is voorzien in een recht van de emittent om vervroegd terug te betalen.²²¹ Is het recht van vervroegde terugbetaling uitgesloten, vindt art. 1907*bis* BW geen toepassing en kan alleen tot vervroegde terugbetaling worden overgegaan indien een akkoord wordt gevonden met de obligatiehouders onder de voorwaarden die zij bepalen.²²² Als de emittent tot vervroegde terugbetaling wil overgaan, zal deze de voorwaarden van de obligatiehouders moeten aanvaarden - ze zijn 'te nemen of te laten' - en staan de obligatiehouders hier in een sterke onderhandelingspositie. De obligatiehouders dienen bij het bepalen van deze voorwaarden ook rekening te houden met het Cassatiearrest van 24 november 2016²²³. Dit in tegenstelling tot het verleden, waarbij de obligatiehouders bij het bepalen van hun voorwaarden enkel rekening dienden te houden met de figuur van het rechtsmisbruik.²²⁴ In het arrest van 24 november 2016 besliste het Hof van Cassatie dat het geval waarin geen contractueel recht op vervroegde terugbetaling voor de ontlener is voorzien - maar men toch overgaat tot vervroegde terugbetaling en waar de voorwaarden dan door uitleners worden bepaald - de vergoeding toch beperkt is tot zes maanden interest. Het Hof verklaart art. 1907*bis* BW nu dus ook van toepassing op elke vergoeding gevorderd door de uitlener in het licht van een vervroegde terugbetaling van een lening op interest (dus ook een obligatielening), ongeacht of deze vervroegde terugbetaling contractueel was voorzien of niet. De obligatiehouder behoudt wel nog steeds de mogelijkheid om de vervroegde terugbetaling te weigeren wanneer het niet

²¹⁹ Zie *infra* nrs. 156-162.

²²⁰ A. BEECKWEE, "Commentaar bij artikel 1907*bis* BW" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (131) 135, nr. 9.

²²¹ A. BEECKWEE, "Commentaar bij artikel 1907*bis* BW" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (131) 135, nr. 9; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 152-153, nr. 333.

²²² Dit is gesteund op het principe van de wilsautonomie dat wordt vastgelegd in art. 1134 BW. Zie hierover: A. BEECKWEE, "Commentaar bij artikel 1907*bis* BW" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (131) 136, nr. 10 waarin wordt verwezen naar Antwerpen 2 oktober 2003, *TBH* 2005, 174, noot J. BUYLE en M. DELIERNEUX; Gent 9 april 2003, *RW* 2005-06, 978, noot L. VAN DEN STEEN; Brussel 11 juni 2009, *DAOR* 2009, 338.

²²³ Cass. 24 november 2016, AR C.15.0409.F.

²²⁴ A. BEECKWEE, "Commentaar bij artikel 1907*bis* BW" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (131) 136, nr. 10.

contractueel voorzien was en de emittent kan op het moment van vervroegde terugbetaling nog steeds uitdrukkelijk afstand doen van art. 1907*bis* BW.²²⁵ Dit artikel is namelijk een bepaling van dwingend recht en hiervan kan men niet op voorhand afwijken in de uitgiftevoorwaarden, maar wel op het moment van vervroegde terugbetaling. In het geval de emittent uitdrukkelijk afstand doet van art. 1907*bis* BW, kan de obligatiehouder toch nog een hogere vergoeding vragen voor de vervroegde terugbetaling van de obligatielening.

89. Het valt op dat in prospectussen weinig wordt voorzien in dergelijke wederbeleggingsvergoedingen in geval er uitdrukkelijk wordt voorzien in de mogelijkheid om over te gaan tot vervroegde terugbetaling door de emittent.²²⁶ Wanneer er dan wel wordt in voorzien, worden vaak ook verschillende scenario's in het prospectus opgenomen die als basis gaan dienen voor de berekening van deze vergoeding.²²⁷ Het opnemen van dergelijke scenario's en berekeningen zorgt voor duidelijkheid in hoofde van de obligatiehouder en het valt dan ook aan te raden deze op te nemen in de uitgiftevoorwaarden.

De reden voor het weinig voorzien van wederbeleggingsvergoedingen in de uitgiftevoorwaarden, is te wijten aan het feit dat de uitgiftevoorwaarden worden opgesteld door de emittent. Bij onderhandelingen over klassieke leningsovereenkomsten zal het de uitlener (veelal een bank) zijn die een forfaitair vergoeding contractueel wenst op te nemen en dit om te vermijden dat de reële schade die hij heeft geleden dient te bewijzen op het moment van vervroegde terugbetaling. Indien de emittent - veelal in het kader van een private uitgifte - wordt geconfronteerd met kapitaalkrachtige investeerders die over een sterke onderhandelingspositie beschikken, ziet men dat deze hun eigen voorwaarden gaan en kunnen opdringen zoals banken dit doen.²²⁸ In die context is de toepassing van art. 1907*bis* BW ook voor de emittent zinvol. In het kader van een publieke uitgifte van een obligaties is er voor diegene die willen intekenen op de obligatielening amper onderhandelingsruimte en zullen

²²⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 152-153, nr. 333.

²²⁶ Een voorbeeld van de weinige voorbeelden hiervan kan onder andere worden teruggevonden in Prospectus Mozzeno (d.d. 29 november 2016), 61-62: “*The Loan Agreement provides that a Borrower is entitled to make a prepayment of the full amount of a Series Specific Loan (or a portion thereof) at any time, subject to a compensation fee for funding loss as per the Loan Agreement. Subject to deduction of collection fees, other costs and expenses related to the servicing and collection processes, any such amount of compensation fee for funding loss will be passed on to the Noteholders in case of effective collecting from the Borrower.*”.

²²⁷ Zie hierover Prospectus Mozzeno (d.d. 29 november 2016), 69-70.

²²⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 18, nr. 39.

deze de uitgiftevoorwaarden bepaald in het prospectus dienen te aanvaarden. Met het opnemen van een wederbeleggingsvergoeding legt de emittent zichzelf een zwaardere financiële verplichting op in het geval van een vrijwillige vervroegde terugbetaling die door hemzelf wordt geïnitieerd. Als de wederbeleggingsvergoeding in geval van een vrijwillige vervroegde terugbetaling niet in de uitgiftevoorwaarden is geregeld, bestaat wel nog de mogelijkheid voor de obligatiehouders om alsnog een wederbeleggingsvergoeding van de emittent te vorderen, rekening houdende met de grens bepaald in art. 1907bis BW. Het lijkt mijns inziens wel aangeraden om uitdrukkelijk een regeling met betrekking tot de wederbeleggingsvergoeding op te nemen in de uitgiftevoorwaarden. Dit zorgt voor zekerheid en duidelijk in hoofde van beide partijen bij de obligatieleningsovereenkomst.

C. BEVOEGDHEID ALGEMENE VERGADERING VAN OBLIGATIEHOUDERS (AVO)

90. De wettelijk bevoegdheden van de AVO zoals omschreven in art. 292, eerste lid (voor wat betreft de BVBA) en 568, eerste lid W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA) bepalen niets over de vervroegde terugbetaling van de obligatielening. Wanneer de emittent de volledige vervroegde terugbetaling wil van de obligatielening, neemt deze best in de uitgiftevoorwaarden een clause op die uitdrukkelijk de AVO bevoegd maakt voor dergelijke beslissing.²²⁹ Als de emittent dit niet zou doen, zou hij het uitdrukkelijke akkoord nodig hebben van elke obligatiehouder individueel en dan zal in geval van akkoord deze vervroegde terugbetaling enkel betrekking hebben op de fractie van de obligatielening die deze obligatiehouder in handen heeft. Door de AVO bevoegd te maken in de uitgiftevoorwaarden, kan de emittent een volledige vervroegde terugbetaling bekomen wanneer een gekwalificeerde meerderheid van de obligatiehouders hiermee instemt. Zo kan deze gekwalificeerde meerderheid binnen de AVO een minderheid van de obligatiehouders, die niet of tegen gestemd hebben, dwingen om de vervroegde terugbetaling te aanvaarden.²³⁰

²²⁹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 229-230, nr. 476, C. RESTEAU, *Les sociétés anonymes. Tôme III, Brussel, Swinnen, 1985, 401*; J. VAN RYN, *Principes de droit commercial. Tôme I*, Brussel, Bruylant, 1954, 378. Voor een bespreking van de uitbreiding van de wettelijke bevoegdheden van de AVO in de uitgiftevoorwaarden, kan verwezen worden naar randnummers 54-56.

²³⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 151, nr. 328.

D. CONSUMENT ALS OBLIGATIEHOUDER (BOEK VI WER)

91. Indien obligaties zijn geplaatst bij consumenten²³¹, dient in het kader van vervroegde terugbetalingen door de emittent rekening gehouden te worden met de problematiek van de onrechtmatige bedingen. Clausules opgenomen in obligatieleningsovereenkomsten die gesloten worden met beleggers die ook consument zijn, ongeacht of het over publieke dan wel private uitgiftes gaat, kunnen wel degelijk worden getoetst aan de regeling inzake onrechtmatige bedingen in Boek VI WER. Een onrechtmatig beding in de zin van art. I.8, 22° WER²³² in de obligatieleningsovereenkomst, is verboden en nietig. De obligatieleningsovereenkomst op zich blijft bindend voor de partijen indien deze kan verder bestaan zonder het onrechtmatige beding.²³³

92. De FSMA stelt in een mededeling van 30 januari 2017²³⁴ dat een eenzijdige vervroegde terugbetaling van de obligatieleningsovereenkomst niet problematisch is in het licht van art. VI.83, 10° WER²³⁵ (een van de bepalingen van de zwarte lijst) of de open norm inzake onrechtmatige bedingen, wanneer in de uitgiftevoorwaarden voorzien is in een schadeloosstelling voor de belegger (consument) en er voldaan is aan een aantal cumulatieve voorwaarden.²³⁶ Art. VI.83, 10° WER gaat wel over eenzijdige vervroegde terugbetaling buiten het kader van een wanprestatie.²³⁷

²³¹ Voor de invulling van het begrip consument wordt verwezen naar de definitie in art. I.1, 2° WER.

²³² In art. I.8, 22° WER wordt een definitie gegeven van een onrechtmatig beding: *“elk beding of elke voorwaarde in een overeenkomst tussen een onderneming en een consument die, alleen of in samenhang met een of meer andere bedingen of voorwaarden, een kennelijk onevenwicht schept tussen de rechten en plichten van de partijen ten nadele van de consument”*.

²³³ Art. VI.84 WER.

²³⁴ FSMA, Mededeling FSMA_2017_04 over de toepassing van de Belgische regels over onrechtmatige bedingen op sommige clausules in het kader van de aanbieding van beleggingsinstrumenten, 30 januari 2017, 14 p.

²³⁵ In het licht van vervroegde terugbetalingen is vooral art. VI.83, 10° WER relevant en dit stelt dat: *“In de overeenkomsten gesloten tussen een onderneming en een consument zijn in elk geval onrechtmatig, de bedingen en voorwaarden of de combinaties van bedingen en voorwaarden die ertoe strekken: (...) 10° onverminderd artikel 1184 van het Burgerlijk Wetboek, de onderneming toe te staan de overeenkomst voor bepaalde duur eenzijdig te beëindigen zonder schadeloosstelling voor de consument, behoudens overmacht.”*

²³⁶ FSMA, Mededeling FSMA_2017_04 over de toepassing van de Belgische regels over onrechtmatige bedingen op sommige clausules in het kader van de aanbieding van beleggingsinstrumenten, 30 januari 2017, 9.

²³⁷ R. STEENNOT, “Onrechtmatige bedingen”, *TPR* 2015, afl. 3-4, (1521) 1568, nr. 210.

Met betrekking tot de schadeloosstelling wijst de FSMA erop dat het verbod van vervroegde terugbetaling door de emittent niet geldt wanneer in een schadeloosstelling is voorzien voor de belegger (consument).²³⁸ In het kader van gewone obligaties is dit het geval wanneer de consumenten worden terugbetaald via de zgn. ‘Best-of formule’. Deze houdt in dat de consument de betaling verkrijgt van het hoogste van volgende bedragen: de marktwaarde van het product of de nominale waarde ervan.²³⁹ Daarnaast worden een aantal cumulatieve voorwaarden gestipuleerd waaraan volgens de FSMA moet zijn voldaan opdat de clausule over vervroegde terugbetaling geen onrechtmatig beding zou uitmaken²⁴⁰:

- I. de emittent heeft dit recht enkel bij een gebeurtenis die op een betekenisvolle wijze de economie van het contract zoals initieel overeengekomen tussen partijen wijzigt en die niet toerekenbaar is aan de emittent;
- II. het beding moet op een duidelijke en begrijpelijke manier worden opgesteld;
- III. de uitvoeringsmodaliteiten creëren geen kennelijk onevenwicht tussen de rechten en de plichten van de partijen ten nadele van de consument;
- IV. er mogen aan de consument geen kosten (zoals afwikkelingskosten) worden aangerekend voor de vroegtijdige beëindiging van de overeenkomst;
- V. de belegger op het ogenblik van beëindiging een *pro rata* terugbetaling verkrijgt van de aan de emittent betaalde kosten (zoals de structureringskosten) in een bepaalde verhouding.

93. Een belangrijke nuance op hetgeen hierboven werd besproken in het licht van de gewone obligaties, moet worden gemaakt met betrekking tot de *callable*s. *Callable*s zijn schuldinstrumenten (dus ook obligaties) waarbij de emittent zich het eenzijdige recht heeft toegekend in de uitgiftevoorwaarden om vervroegd terug te betalen. De emittent kan in dit geval eenzijdig overgaan tot de vervroegde terugbetaling, zonder dat hiervoor een beslissing

²³⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 125, nr. 272.

²³⁹ FSMA, Mededeling FSMA_2017_04 over de toepassing van de Belgische regels over onrechtmatige bedingen op sommige clausules in het kader van de aanbidding van beleggingsinstrumenten, 30 januari 2017, 10-11; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 125, nr. 272.

²⁴⁰ FSMA, Mededeling FSMA_2017_04 over de toepassing van de Belgische regels over onrechtmatige bedingen op sommige clausules in het kader van de aanbidding van beleggingsinstrumenten, 30 januari 2017, 9.

van de AVO nodig is.²⁴¹ Dit laat de emittent toe om snel en efficiënt te reageren op wijzigende omstandigheden. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer de obligatielening (*callable*) is uitgegeven tijdens marktomstandigheden met een hoge rentevoet. Door de wijzigende marktomstandigheden is de marktrente gaan dalen en kan het in de gegeven omstandigheden interessant zijn voor de emittent om de huidige obligatielening vervroegd terug te betalen en zich te herfinancieren tegen een lagere interest. Dit kan onder andere gebeuren via de uitgifte van een nieuwe obligatie tegen een lagere rentevoet die men moet betalen aan de nieuwe obligatiehouders of bankfinanciering met een lagere interest.²⁴²

De eenzijdige vervroegde terugbetaling is bij *callables* een wezenskenmerk van het schuldinstrument. Het is het beding dat de kern van de prestaties van de overeenkomst bepaalt en dus moet worden gezien als het eigenlijke voorwerp van de overeenkomst (zgn. kernbeding).²⁴³ Kernbedingen kunnen niet getoetst worden aan de regelen inzake onrechtmatige bedingen, meer specifiek aan art. VI.83, 10° WER en de algemene toetsingsnorm. Enkel indien het kernbeding niet op een duidelijke en begrijpelijke wijze is geformuleerd, is er een toetsing mogelijk aan de algemene toetsingsnorm.²⁴⁴ De FSMA heeft in haar Mededeling van 30 januari 2017 aandacht voor deze *callables* en *autocallables* en stelt dat opdat sprake zou zijn van dergelijk kernbeding het product als dusdanig in de markt moet zijn geplaatst, dit productkenmerk²⁴⁵ op een duidelijke en begrijpelijke wijze moet worden geformuleerd en hieraan een vergoeding moet beantwoorden in hoofde van de belegger (consument).²⁴⁶

²⁴¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 229-230, nr. 476.

²⁴² X, *Callable Bonds*, <http://www.investopedia.com/terms/c/callablebond.asp> (Consultatie op 29 oktober 2017).

²⁴³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 125, nr. 272.; R. STEENNOT, "Onrechtmatige bedingen", *TPR* 2015, afl. 3-4, (1521) 1538, nr. 177.

²⁴⁴ Art. VI.82, derde lid WER.

²⁴⁵ Dit productkenmerk dient ook duidelijk opgenomen te zijn in de reclame, berichten en andere documenten die worden gebruikt ter commercialisering van het product. Het productkenmerk is namelijk de mogelijkheid van het afroepen van de eenzijdige vervroegde terugbetaling door de emittent.

²⁴⁶ FSMA, Mededeling FSMA_2017_04 over de toepassing van de Belgische regels over onrechtmatige bedingen op sommige clausules in het kader van de aanbidding van beleggingsinstrumenten, 30 januari 2017, 14.

AFDELING 3. RECHT VAN VERVROEGDE OPEISBAARHEID

94. Men spreekt van een recht van vervroegde opeisbaarheid wanneer het de obligatiehouders zijn die aan de emittent een vervroegde terugbetaling kunnen opdringen. In deze afdeling volgt een bespreking van de gevallen waarin de obligatiehouder de emittent kan dwingen om vóór de eindvervaldag bepaald in de uitgiftevoorwaarden, het door hem uitgeleende kapitaal volledig terug te betalen. De omstandigheden waarin de obligatiehouders de vervroegde opeisbaarheid kunnen opdringen zijn enerzijds in de wet terug te vinden en anderzijds kunnen deze contractueel geregeld worden in de uitgiftevoorwaarden. Daarnaast kan een individuele obligatiehouder met de emittent onderhandelen om tot een vervroegde terugbetaling te komen, buiten de omstandigheden in de uitgiftevoorwaarden om. Dit laatste heeft dan uiteraard geen effect op de obligatielening voor alle andere obligatiehouders.

A. WETTELIJK BEPAALDE OMSTANDIGHEDEN

1. Verliezen voordeel tijdsbepaling

95. Wanneer in de leningsovereenkomst (obligatieleningsovereenkomst) een tijdsbepaling voor de teruggaveverplichting van de ontleners (emittent) is opgenomen, mag volgens art. 1899 BW de uitlener (obligatiehouder) de teruggave van de uitgeleende zaken niet eisen vooraleer de looptijd is verstreken.²⁴⁷ De uitlener (obligatiehouder) kan dit uitzonderlijk wel doen, indien dit in de overeenkomst is bepaald (contractueel bepaalde omstandigheden in de uitgiftevoorwaarden) of wanneer de ontleners (emittent) van rechtswege het voordeel van tijdsbepaling heeft verloren.²⁴⁸ De emittent als schuldenaar verliest het voordeel van tijdsbepaling in het geval van faillissement of wanneer door zijn toedoen de zekerheid die hij ten behoeve van de obligatiehouders heeft gesteld vermindert.²⁴⁹

96. Het faillissement en eigenlijk ook de vrijwillige ontbinding van de emittent, zorgen voor de verdwijning van deze uit het rechtsverkeer. Hierdoor zal er een vroegtijdige afwikkeling van de obligatielening dienen te gebeuren. Net door het feit dat in beide gevallen de emittent uit het rechtsverkeer verdwijnt, eerder dan door het vervroegd opeisen van de

²⁴⁷ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1899 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (99) 99, nr. 2.

²⁴⁸ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 46.

²⁴⁹ Zie art. 1188 BW.

obligatielening door de obligatiehouders, zal het vermogen vereffend moeten worden.²⁵⁰ In geval van faillissement zal dit van rechtswege gebeuren. Hiervoor kan verwezen worden naar art. 22, eerste lid Faillissementswet waarin wordt bepaald, conform art. 1188 BW, dat het vonnis van faillietverklaring ten aanzien van de gefailleerde (emittent) tot gevolg heeft dat de schuld opeisbaar wordt.²⁵¹ Alle kapitaalaflossingen in het kader van een obligatielening die normaal gezien zouden moeten gebeuren na het faillissementsvonnis op hun bepaalde tijdstippen, worden na het vonnis onmiddellijk en volledig opeisbaar. Hierdoor moeten de obligatiehouders de obligatieleningsovereenkomst niet meer ontbinden om hun kapitaal vervroegd opeisbaar te maken, het gebeurt van rechtswege.²⁵²

2. Wanprestatie

97. Een vervroegde opeisbaarheid kan ook volgen uit een beroep door de obligatiehouder op het stilzwijgend ontbindend beding opgenomen in de artikelen 244 en 487 Wetboek van vennootschappen in geval van een wanprestatie begaan door de emittent.²⁵³ Ter volledigheid wordt er hier melding gemaakt van het stilzwijgende ontbindende beding in geval van wanprestatie van de emittent, maar voor een uitgebreide bespreking wordt verwezen naar Hoofdstuk IV.²⁵⁴

B. CONTRACTUEEL BEPAALDE OMSTANDIGHEDEN

98. In de praktijk zal een obligatiehouder niet zo vaak een beroep doen op het stilzwijgend ontbindend beding, aangezien de uitgiftevoorwaarden zo goed als altijd de gevallen die leiden tot een vervroegde opeisbaarheid gaan specificeren.²⁵⁵ Enkele van deze contractuele

²⁵⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 156, nr. 339.

²⁵¹ G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 46.

²⁵² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 489, nr. 1077.

²⁵³ De bepalingen met betrekking tot het stilzwijgend ontbindend beding zijn terug te vinden in art. 244 (voor wat betreft de BVBA) en 487 W.Venn. (voor wat betreft de NV en Comm. VA).

²⁵⁴ Zie *infra* nrs. 149-150.

²⁵⁵ Een voorbeeld hiervan kan onder andere gevonden worden in Prospectus Terra² NV (d.d. 29 juni 2016), 41-42: "**3.4.7 Vervroegde opeisbaarheid** - In de volgende gevallen: (i) het wijzigen van wetgeving waaraan de Emittent onderhevig is, waardoor het voor de Emittent onwettelijk wordt om zijn verplichtingen onder de Obligaties na te komen; (ii) het niet betalen van de interest of de hoofdsom binnen vijf (5) Werkdagen na hun vervaldag; (iii) het niet naleven gedurende vijftien (15) Werkdagen door de Emittent van zijn verplichtingen zoals bepaald in deze verrichtingsnota, na ontvangst van een ingebrekestelling verzonden door de Obligatiehouder aan de Emittent; (iv) een herstructurering van de Emittent met een wezenlijke vermindering van zijn patrimonium tot gevolg en waardoor de belangen van de Obligatiehouders worden geschaad; (v) staking van betaling door de Emittent of aanstelling bij de Emittent van een vereffenaar, gerechtelijke bewindvoerder of

omstandigheden van vervroegde opeisbaarheid hebben te maken met een wanprestatie van de emittent. Daarnaast kunnen deze omstandigheden ook betrekking hebben op de vervulling van een bepaalde voorwaarde, waardoor de obligatiehouder een recht van vervroegde opeisbaarheid verkrijgt. Wat de gevolgen zijn voor de obligatieleningsovereenkomst in bepaalde omstandigheden, is afhankelijk van de verschijningsvorm van het beding dat in deze context hierover is opgenomen. In de praktijk ziet men dat dergelijke bedingen de vorm kunnen aannemen van een uitdrukkelijk ontbindend beding, een put-optie voor de obligatiehouder of een acceleratiebeding. Indien is voorzien in een uitdrukkelijk ontbindend beding, wordt de obligatieleningsovereenkomst ontbonden, zonder dat de afdwinging hiervan voor de rechter moet gevorderd worden. Daarnaast kunnen de obligatiehouders door het lichten van de put-optie de emittent dwingen om de obligaties die zij in handen hebben over te nemen, maar wordt de obligatieleningsovereenkomst zelf niet ontbonden. Tot slot leidt een acceleratiebeding niet tot de ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst, maar komt het voordeel van de tijdsbepaling voor de emittent te vervallen. Al deze soorten bedingen hebben gemeen dat de obligatiehouder *de facto* het recht verkrijgt om het door hem uitgeleende kapitaal te gaan opeisen vóór de contractueel bepaalde eindvervaldag.²⁵⁶

Hierna volgt een bespreking van enkele contractueel bepaalde omstandigheden die in de praktijk het meeste voorkomen, aanleiding kunnen geven tot een recht op vervroegde opeisbaarheid voor de obligatiehouders en de voorwaarden waarvan deze afhankelijk worden gesteld.

1. Events of Default

99. In de praktijk worden de *events of default* in zo goed als alle gevallen opgelijst in het prospectus. In de Belgische praktijk ziet men in openbare uitgiftes dat zowel contractuele wanprestaties (bv. het niet betalen van het uitgeleende kapitaal en de interest op de vervaldatum), als ontbindende voorwaarden (vb. faillissement, insolventie, vereffening, herstructurering, samenloop, reorganisatie, ...) als een *event of default* worden beschouwd.

lasthebber ad hoc die de taken van bestuur overneemt, inleiding van een procedure van vereffening of gerechtelijke of minnelijke ontbinding met vereffening, gerechtelijke opschorting van betaling voor alle schulden of een deel ervan, gerechtelijke reorganisatie, faillissement of elke andere gelijkaardige aan de Emittent opgelegde maatregel; of (vi) het overlijden van de Obligatiehouder waarbij door de notaris, die de erfenis regelt, de terugbetaling gevraagd wordt; (...).

²⁵⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 158-159, nr. 344.

Beide gronden van vervroegde opeisbaarheid worden in dezelfde lijst geplaatst en ze geven - in het geval de obligatiehouders zich op deze bedingen beroepen - dan ook beiden aanleiding tot vervroegde terugbetaling van het ontleende kapitaal en de op dat moment vervallen interesten.²⁵⁷

Hieronder zal de focus worden gelegd op de *events of default* die eerder als een ontbindende voorwaarde moeten worden gezien en niet zozeer op de omstandigheden die een (contractuele) wanprestatie in de strikte zin van het woord uitmaken.²⁵⁸

100. Onder andere volgende omstandigheden, die eigenlijk omstandigheden uitmaken waarbij in een uitdrukkelijke ontbinding van de obligatielening wordt voorzien, worden in de praktijk als *event of default* opgenomen in prospectussen²⁵⁹:

- insolventie of insolventieprocedures (van de emittent of een bepaalde dochtervennootschap van de emittent), zoals:
 - faillissement;
 - gerechtelijke reorganisatie;
 - vrijwillige of gerechtelijke ontbinding en vereffening van de vennootschap;
 - samenloop;
 - herstructurering;
 - aanstelling van een bewindvoerder, vereffenaar-curator, rechter-commissaris, commissaris, lasthebber *ad hoc*, ...;

²⁵⁷ D. BRULOOT en K. MARESCHEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 214-215, nr. 449.

²⁵⁸ De *events of default* die een wanprestatie in de strikte zin van het woord uitmaken, zullen in Hoofdstuk IV worden besproken.

²⁵⁹ Een oplistings van *events of default* kan onder andere gevonden worden in Prospectus Mozzeno (d.d. 29 november 2016), 76: “(...) Any of the following events shall constitute an Event of Default of mozzeno acting as Issuer: (...) (b) if any order shall be made by any competent court or any resolution passed for the winding-up or dissolution (including, without limitation, any bankruptcy (“faillite”/“faillissement”), insolvency, voluntary, forced or judicial liquidation (“liquidation”/“vereffening”), reprieve from payment (“sursis de paiement”/“opshorting van betaling”), fraudulent conveyance (“actio pauliana”), general settlement with creditors or reorganization proceedings or similar proceedings affecting the rights of creditors generally) of mozzeno save for the purposes of amalgamation, merger, consolidation, reorganization or other similar arrangement or formal notice is given of an intention to appoint an administrator (including, without limitation, any receiver (“curateur”/“curator”), liquidator (“liquidateur”/“vereffenaar”), auditor (“commissaire”/“commissaris”), verifier (“juge commissaire”/“rechter commissaris”), provisional administrator (“administration provisoire”/“voorlopig bewindvoerder”) or any application is made or petition is made or any relevant documents are filed with the commercial court in relation to mozzeno.”

- *actio pauliana* of handelingen die de schuldeisers (obligatiehouders) bedrieglijk gaan benadelen;
- voor de emittent nadelige uitspraken van hoven en rechtbanken waartegen geen hoger beroep meer kan worden ingesteld (vb. veroordeeld worden tot het betalen van een hoge som aan een andere procespartij);²⁶⁰
- het niet meer genoteerd zijn van de obligaties op een beurs (schrapping) (vb. Euronext Brussels/NYSE Alternext Brussels);²⁶¹
- het onwettelijk worden voor de emittent om zijn verplichtingen onder de obligaties na te komen;²⁶²
- het verliezen van een bepaalde hoedanigheid, activiteit of accreditatie als emittent;²⁶³
- realisatie/uitwinning van een zekerheid (vb. hypotheek, pand, voorrecht, ...);²⁶⁴

²⁶⁰ Een voorbeeld hiervan kan worden teruggevonden in Prospectus VGP NV (d.d. 6 september 2016), 70-71: “**Unsatisfied judgment:** one or more judgment(s) or order(s) for the payment of an amount in excess of EUR 250,000 (or its equivalent in any other currency or currencies, whether individually or in aggregate) is rendered against the Issuer or any of its respective Subsidiaries, and it is no longer possible for the relevant entity to lodge an appeal or other legal remedy against such judgement(s) or order(s) that would suspend the payment obligation thereunder, and continue(s) unsatisfied and unstayed for a period of 15 Business Days after the date(s) thereof or, if later, the date therein specified for payment;”.

²⁶¹ Dergelijke clause kan als volgt worden teruggevonden in een prospectus: “**Delisting of the Bonds:** the listing of the Bonds on the regulated market of Euronext Brussels is withdrawn or suspended for a period of at least 7 subsequent Business Days as a result of a failure of the Issuer, unless the Issuer obtains the listing of the Bonds on another regulated market of the European Union at the latest on the last day of this period of 7 Business Days.” (Prospectus VGP (d.d. 6 september 2016), 72).

²⁶² Een voorbeeld hiervan kan teruggevonden worden in het Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 5 september 2016), 68: “**Illegality:** it becomes unlawful for the Issuer to perform its obligations under the Convertible Bonds;”.

²⁶³ Bijvoorbeeld wanneer Elia ophoudt de Belgische TSO (Transmission System Operator) te zijn (Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 17 mei 2016), 60), Eandis stopt met de werkmaatschappij van de elektriciteits- en gasdistributie te zijn (Prospectus Eandis CVBA (d.d. 25 november 2014), 56: “**Electricity and gas distribution:** the Issuer ceases to be the operating company (werkmaatschappij) of the electricity and gas DSOs in the designated areas in Flanders or undergoes a reorganisation whereby its tasks in relation to the management of the electricity and gas grids are transferred to a third party, or any of the Guarantors loses its licence of DSO in the designated areas in Flanders or undergoes a reorganisation whereby its tasks in relation to the electricity and gas grids are transferred to a third party, provided that no Event of Default shall arise under this paragraph (g) if the number of EAN-codes in the designated area in respect of which the Issuer ceases to be the operating company represents 10 per cent. or less of the aggregate number of EAN- codes in the whole of the designated area covered by the Issuer on the date of the Base Prospectus;” of Warehouses De Pauw niet langer de status van openbare gereguleerde vastgoedvennootschap bezit (Prospectus Warehouses De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 22 maart 2016), 48: “**Loss of accreditation:** (i) the Issuer loses the benefit of the status of a Belgian public regulated real estate company (société immobilière réglementée publique/openbare gereguleerde vastgoedvennootschap), except if the Issuer within 60 Business Days from such loss acquires a regulatory status under a “fiscally transparent” regime that (x) is substantially similar or (y) does not result in a material adverse effect for the Bondholders;”.

²⁶⁴ Een voorbeeld hiervan kan worden teruggevonden in Prospectus Tivano NV (d.d. 10 juni 2014), 28: “**Uitwinning van zekerheid:** een hypotheek, last, pand, voorrecht of enige andere vorm van bezwaring of zekerheid met betrekking tot één van de eigendommen of activa van de Emittent voor een bedrag op dat tijdstip

- het niet meer geldig, afdwingbaar of van kracht zijn van de garantie of garant(en);²⁶⁵
- wanneer de emittent ophoudt dochtervennootschap van de moedervennootschap te zijn;²⁶⁶
- wanneer de emittent een deel of geheel van een participatie in een andere vennootschap verkoopt;²⁶⁷
- etc.

101. In de gegeven omstandigheden zal aan de obligatiehouders de mogelijkheid worden gegeven om onmiddellijk het uitgeleende kapitaal en de verworven interesten op te eisen.²⁶⁸ De obligatie zal onmiddellijk opeisbaar en terugbetaalbaar worden en dit zal, wanneer de uitgiftevoorwaarden dit bepalen, van rechtswege en zonder ingebrekestelling geschieden. De obligatiehouder zal wel de emittent in kennis moeten stellen van zijn beslissing om het recht van vervroegde opeisbaarheid uit te oefenen.²⁶⁹ De uitgiftevoorwaarden zullen veelal een schriftelijke bericht en soms een aangetekend schrijven vereisen.

van ten minste EUR 2.000.000 (of het equivalent daarvan in een vrij inwisselbare munteenheid) wordt uitgewonnen, uitgezonderd indien zulke uitwinning wordt vermeden, verzaakt of opgeheven binnen een periode van 90 kalenderdagen.”.

²⁶⁵ Een voorbeeld hiervan kan worden teruggevonden in Prospectus La Lorraine Bakery Group NV (d.d. 3 december 2013, 63: “**Garantie niet van kracht:** de Garantie van de Obligaties is niet van kracht, of, enige Garant voert aan dat de Garantie van de Obligaties niet van kracht is (bijvoorbeeld (zonder beperkend te zijn) indien de Garantie van enige Garant niet langer geldig of juridisch afdwingbaar zou zijn), zonder evenwel afbreuk te doen aan de mogelijkheid van een Garant om toe te treden of een ontheffing te bekomen in overeenstemming met de Garantieverklaring;”.

²⁶⁶ Een voorbeeld hiervan kan worden teruggevonden in Prospectus UCB LUX NV (d.d. 6 maart 2013), 90: “*UCB Lux: in the case of UCB Lux Notes only, UCB Lux ceases to be a subsidiary wholly owned and controlled, directly or indirectly, by UCB;*”.

²⁶⁷ Een voorbeeld hiervan kan worden teruggevonden in Prospectus CFE NV (d.d. 29 mei 2012), 96: “*Émetteur cède l’entière ou une partie de sa participation dans DEME NV à un tiers avec pour conséquence que la participation de l’Émetteur dans DEME NV soit réduite à moins de 20%;*”.

²⁶⁸ Dergelijke clausules kunnen onder andere als volgt worden teruggevonden in een prospectus: “*Upon the occurrence of an Event of Default, the Noteholders shall be entitled to demand immediate repayment of the outstanding principal amount of the Notes plus accrued interest.*” (Prospectus Mozzeno (d.d. 29 november 2016), 76).

²⁶⁹ Dit zal veelal ook uitdrukkelijk in het prospectus worden opgenomen. Een voorbeeld van dergelijke clausule kan worden teruggevonden in Prospectus Terra² NV (d.d. 29 juni 2016), 41-42: “*(...) zal elke Obligatiehouder of zijn gemachtigde het recht hebben om de Emittent per aangetekende brief ervan op de hoogte te brengen dat zijn of haar Obligatie onmiddellijk opeisbaar en terugbetaalbaar wordt tegen de nominale waarde, verhoogd met de verlopen interest en hierdoor wordt de Obligatie onmiddellijk opeisbaar en terugbetaalbaar tegen de nominale waarde, verhoogd met de verlopen interest, van rechtswege en zonder andere ingebrekestelling dan de kennisgeving aan de Emittent, vanaf de ontvangst van de kennisgeving door de Emittent.*”.

102. Het feit dat er zich een *event of default* voordoet geeft de obligatiehouders enkel het recht en niet de verplichting om zich hierop te beroepen. Een eenzijdige wilsuiking van de obligatiehouder volstaat dus in het geval van het zich vervullen van één of meerdere ontbindende voorwaarde(n), om de ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst uit te lokken.²⁷⁰ Hiermee vormen de *events of default* een uitzondering op het feit dat overeenkomsten van bepaalde duur normaal gezien niet kunnen beëindigd worden dan met de toestemming van beider partijen (art. 1134, tweede lid BW).²⁷¹ Het is dus mogelijk dat geen enkele, dan wel alle obligatiehouders zich op het beding beroepen. In het geval slechts enkele obligatiehouders zich op het beding beroepen, zal de vervroegde terugbetaling enkel een effect hebben op deze obligatiehouders en blijft de obligatieleningsovereenkomst bestaan voor de overige obligatiehouders. Er zal dan ook pas een einde komen aan de overkoepelende obligatieleningsovereenkomst, wanneer alle obligatiehouders zich op het beding beroepen en vervroegd willen worden terugbetaald naar aanleiding van een *event of default*.²⁷²

2. Change of Control-clausules

103. Het valt op dat er in de meeste prospectussen een aparte clausule is voorzien voor *change of control*-situaties en dat deze clausules uitgebreid zijn uitgewerkt.²⁷³ Emittenten nemen deze omstandigheid in het prospectus niet op in de lijst met *events of default* en dit omwille van de gevolgen die men hieraan gaat verbinden. In geval van een *change of control*-clausule wordt aan de obligatiehouders een verkoopoptie (put-optie)²⁷⁴ verleent om de obligaties die deze in handen hebben terug te verkopen aan de emittent.²⁷⁵ Dit in tegenstelling

²⁷⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 216, nr. 455.

²⁷¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 216, nr. 454.

²⁷² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 215, nr. 450.

²⁷³ Een analyse van de prospectussen tussen 2011 en 2017 leert ons dat in de meerderheid van de openbare uitgiftes een *change of control*-clausule is voorzien. Enkele voorbeelden kunnen teruggevonden worden in Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 13 april 2011), 52-53; Prospectus Delhaize Group NV (d.d. 19 september 2011), 48-50; Prospectus Immobil NV (d.d. 13 december 2011), 18-21; Prospectus Kinopolis Group (d.d. 17 februari 2012), 42-45; Prospectus Arseus NV (d.d. 12 juni 2012), 62-64; Prospectus Roularta Media Group NV (d.d. 18 september 2012), 57-59; Prospectus D.E.M.E. NV (d.d. 22 januari 2013), 59-60; Prospectus UCB LUX NV (d.d. 6 maart 2013), 79-83; Prospectus Lease Invest Real Estate Comm. VA (d.d. 24 september 2013), 40-44; Prospectus Hamon SA (d.d. 14 januari 2014), 45-47; Prospectus Montea Comm. VA (d.d. 13 mei 2004), 37-40; Prospectus Warehouses De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 19 mei 2014), 63-65; Prospectus UCB NV (d.d. 10 maart 2015), 73-77; Prospectus Vandemoortele NV (d.d. 19 mei 2015), 47-49; Prospectus Deceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 74-76; Prospectus Warehouses De Pauw Comm. VA (WDP) (d.d. 22 maart 2016), 40-42; Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 5 september 2016), 65-66; Prospectus VGP NV (d.d. 6 september 2016), 65-68; Prospectus Ghelamco Invest (d.d. 24 oktober 2017), 44-45.

²⁷⁴ In heel wat prospectussen wordt er dan ook gesproken van een 'Change of Control Put'.

²⁷⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 215, nr. 451.

tot de *events of default* die veelal zullen resulteren in de ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst. Bij de uitoefening van de verkoopoptie door de obligatiehouder wordt de obligatielening niet ontbonden, maar wordt de emittent verplicht om de obligaties van de obligatiehouder over te kopen en dit tegen een vooraf bepaalde prijs.²⁷⁶ De emittent wordt dan terug eigenaar van deze obligaties en kan deze daarna terug vervreemden. Toch is het resultaat van beide gevallen hetzelfde: de obligatiehouder verkrijgt de vervroegde terugbetaling van het uitgeleende kapitaal en de reeds vervallen interesten van zijn obligatie.²⁷⁷

104. De emittent zal in de uitgiftevoorwaarden bepalen wanneer er sprake is van een controlewijziging.²⁷⁸ Vaak zal er hierbij verwezen worden naar de artikelen 5 tot en met 9 Wetboek van vennootschappen, waarin het begrip controle wordt omschreven.²⁷⁹ Daarenboven worden soms ook de belangrijkste aandeelhouders beschreven in de uitgiftevoorwaarden.²⁸⁰ Door het feit dat er zich in de aandeelhoudersstructuur van de emittent pertinente wijzigingen voordoen, wordt dat in deze uitgiftevoorwaarden gezien als een omstandigheid die het uitoefenen van de put-optie door de obligatiehouder gaat rechtvaardigen. Het feit dat aan deze omstandigheid een put-optie wordt verbonden en geen ontbinding zoals in het geval van contractuele wanprestatie (vb. schenden van bepaalde *covenanten*), is te verklaren vanuit het gegeven dat het niet de emittent is die voor de controlewijziging zorgt, maar wel de aandeelhouders.²⁸¹ Een wijziging in de controle, door

²⁷⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 219, nr. 460.

²⁷⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 215, nr. 451.

²⁷⁸ Een voorbeeld van dergelijke omschrijving van controlewijziging kan onder andere gevonden worden in Prospectus Arseus (d.d. 2 juli 2012), 53: " "**Controlewijziging**" gebeurt wanneer een aanbod wordt gedaan door een persoon aan alle (of, in de mate van het praktisch mogelijke, quasi-alle) aandeelhouders (of aan alle (of, in de mate van het praktisch mogelijke, quasi-alle aandeelhouders andere dan de bieder en/of enige personen die handelen in onderling overleg (zoals gedefinieerd in artikel 3 § 1, 5° van de Belgische Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen (zoals van tijd tot tijd gewijzigd)), om alle of de meerderheid van de Gewone Aandelen van de Emittent te verwerven en wanneer (x) de bieder vervolgens Gewone Aandelen of andere stemrechten met betrekking tot de Emittent heeft verworven of, (y) de bieder, na de publicatie van de resultaten van een dergelijk aanbod door de bieder, gerechtigd zal zijn die te verwerven als gevolg van een dergelijk aanbod, na de voltooiing ervan, zodat de bieder het recht zal hebben meer dan 50 per cent van de stemrechten uit te oefenen die normaal op een algemene vergadering van de Emittent kunnen worden uitgeoefend. (...)"

²⁷⁹ Een voorbeeld van dergelijke verwijzing kan onder andere teruggevonden worden in Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 21: " "**Controlewijziging**": betekent dat enige Persoon (of Personen handelend in onderling overleg) andere dan een of meerdere Bestaande Aandeelhouders, de Controle (in de zin van de artikelen 5 tot en met 9 van het Wetboek van vennootschappen) verwerft over de Emittent."

²⁸⁰ Zie bijvoorbeeld Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 21.

²⁸¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 210-211, nr. 442.

een verandering in de aandeelhoudersstructuur, brengt niet per se een hoger kredietrisico met zich mee. Dit kan mogelijks wel zo door de obligatiehouders gepercipieerd worden en dan wil de emittent deze wel de mogelijkheid geven om een vervroegde terugbetaling van zijn obligatielening te verkrijgen.²⁸²

105. In geval een obligatielening werd uitgegeven door een NV of Comm. VA dient er rekening te worden gehouden met art. 556 W.Venn.²⁸³ Uit dit artikel volgt dat de *change of control*-clausules door de algemene vergadering van aandeelhouders van de emittent moet worden goedgekeurd. Daarnaast zullen de uitgiftevoorwaarden bepalen dat de besluiten genomen door deze algemene vergadering van aandeelhouders, dienen neergelegd te worden bij de griffie van de rechtbank van koophandel.²⁸⁴ De uitgiftevoorwaarden kunnen enerzijds de gevolgen bepalen van het niet hebben van de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders (meestal het niet kunnen uitoefenen van de put-optie)²⁸⁵ of anderzijds kan de emittent een middelenverbintenis op zich genomen hebben dat er een goedkeuring zou komen. Indien in dit laatste geval geen goedkeuring is bekomen, zou dit een contractuele wanprestatie in hoofde van de emittent uitmaken.²⁸⁶

106. De controlewijziging moet eigenlijk gezien worden als een omstandigheid waarin de obligatiehouder zijn put-optie kan uitoefenen, net zoals de *events of default* die worden bepaald in de uitgiftevoorwaarden kunnen leiden tot een ontbinding. Af en toe ziet men in de praktijk dat aan de voorwaarde van controlewijziging, een bijkomende voorwaarde wordt

²⁸² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 209-210, nr. 440.

²⁸³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 210, nr. 441; P. VAN DER BEKEN, "Commentaar bij artikel 556 W.Venn" in *Comm. V. en V.*, 2002, losbl.

²⁸⁴ Een voorbeeld hiervan kan onder andere gevonden worden in Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 53: "*De Obligatiehouders moeten zich ervan bewust zijn dat het uitoefenen van de optie uiteengezet in Voorwaarde 6.3 (Terugbetaling naar keuze van de Obligatiehouders in geval van Controlewijziging) enkel effect kan hebben naar Belgisch recht indien: (i) de algemene vergadering van aandeelhouders van de Emittent heeft Voorwaarde 6.3 (Terugbetaling naar keuze van de Obligatiehouders in geval van Controlewijziging) goedgekeurd overeenkomstig artikel 556 van het Wetboek van vennootschappen; en (ii) dergelijke aandeelhoudersbesluiten werden neergelegd ter griffie van de bevoegde rechtbank van koophandel. (...)*".

²⁸⁵ Een voorbeeld hiervan kan onder andere gevonden worden in Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 53: "*(...) Indien deze beide voorwaarden niet zijn vervuld voorafgaand aan het vroegste van (a) de kennisgeving aan de Emittent door de Belgische Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (de "FSMA") van de neerlegging van een overnamebod ten aanzien van de aandeelhouders van de Emittent, of (b) het zich voordoende van een wijziging van de controle in de zin van artikel 5 van het Wetboek van vennootschappen (waaronder ook een Controlewijziging), dan zal het uitoefenen van de optie uiteengezet in Voorwaarde 6.3 (Terugbetaling naar keuze van de Obligatiehouders in geval van Controlewijziging) geen effect hebben.*".

²⁸⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 210, nr. 441.

gekoppeld.²⁸⁷ Een voorbeeld hiervan is dat in de uitgiftevoorwaarden wordt opgenomen dat de obligatiehouders hun put-optie pas kunnen uitoefenen in het geval een controlewijziging zich voordoet (i) op het tijdstip dat de emittent geen rating heeft of (ii) door de controlewijziging de rating naar beneden wordt verlaagd.²⁸⁸

107. De obligatiehouder zal de emittent moeten inlichten over zijn voornemen om de put-optie met betrekking tot een controlewijziging uit te oefenen. Om dit iets of wat te uniformiseren kunnen er in sommige uitgiftevoorwaarden standaard kennisgevingsberichten worden opgenomen.²⁸⁹ Deze standaard kennisgevingsberichten dienen dan enkel nog door de obligatiehouder correct te worden ingevuld en opgestuurd te worden naar de entiteit die hiervoor is aangeduid. Dit zullen veelal niet de emittent of een agent van deze zelf zijn, maar wel een bank of financiële tussenpersoon bij wie de obligatiehouders hun obligaties aanhouden. Dit zal meestal de bank of financiële tussenpersoon zijn waarbij de obligatiehouder een effectenrekening heeft. De obligatiehouder zal rekening dienen te houden met de termijnen zoals bepaald in de uitgiftevoorwaarden, waarbinnen de kennisgeving dient te geschieden. Deze termijnen zullen veelal beginnen lopen vanaf de kennisgeving van een controlewijziging van de emittent aan de obligatiehouders.²⁹⁰ Een kennisgeving door de obligatiehouder zal ook veelal als onherroepelijk worden beschouwd.

Soms bepalen de uitgiftevoorwaarden dat wanneer er voor 85% van de totale hoofdsom van de obligaties door de obligatiehouders een put-optie in geval van controlewijziging is uitgeoefend, de emittent de mogelijkheid krijgt om alle (maar niet minder dan alle) uitstaande

²⁸⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 209-210, nr. 440.

²⁸⁸ Een voorbeeld hiervan kan onder andere worden teruggevonden in Prospectus Vandemoortele NV (d.d. 19 mei 2015), 13: “ (...) *An early redemption event shall occur if (i) a change of control occurs in respect of the Issuer at the time when the Issuer is not rated or (ii) a change of control occurs at the time the Issuer is rated and a rating downgrade results (in whole or in part) from that change of control (each an “Early Redemption Event”).*”. Andere voorbeelden kunnen worden teruggevonden in Prospectus UCB NV (d.d. 10 maart 2015), 74-75; Prospectus Fluxys NV (d.d. 18 november 2014), 33-34 en Prospectus D.E.M.E. NV (d.d. 22 januari 2013), 59.

²⁸⁹ Voorbeelden van dergelijke standaard kennisgevingsberichten ter uitoefening van een put-optie in geval van controlewijziging, zijn onder andere terug te vinden in Prospectus Roularta Media Group (d.d. 18 september 2012), 138-139 (Engels) en Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 88-89 (Nederlands).

²⁹⁰ Een voorbeeld van dergelijke termijnbepaling kan worden gevonden in Prospectus Cofinimmo (d.d. 5 september 2016), 65: “ (...) *The “Change of Control Put Date” shall be the date which is 80 calendar days following the Change of Control or, if the Issuer has failed to deliver a Change of Control Notice in accordance with Condition 6.4.8, the date which is 15 calendar days following the applicable Change of Control Put Exercise Notice.*”.

obligaties vervroegd terug te betalen.²⁹¹ Het gaat over een keuzerecht van de emittent en niet om een verplichting. Hierdoor worden ook vaak waarschuwingen opgenomen van wat de gevolgen kunnen zijn van het niet beroepen op dit keuzerecht door de emittent of het niet uitoefenen van de put-optie door obligatiehouders met een aanzienlijk aandeel in de obligatielening.²⁹² De uitgiftevoorwaarden zullen tevens bepalen binnen welke termijn de emittent dit keuzerecht dient uit te oefenen.

3. Put-optie obligatiehouders

108. In sommige uitgiftevoorwaarden wordt voorzien in een *Investor Put/Redemption at the Option of the Noteholders* (put-optie) voor de obligatiehouders.²⁹³ Deze geven de obligatiehouders het recht om op bepaalde momenten, mits tijdige en aan de in de uitgiftevoorwaarden gespecificeerde entiteit gerichte kennisgeving, hun obligaties terug te verkopen aan de emittent. In tegenstelling tot de *change of control*-clausules, zijn de put-opties niet afhankelijk van de vervulling van een bepaalde voorwaarde. Ze kunnen naar goeddunken van de obligatiehouder worden uitgeoefend op de momenten bepaald in de uitgiftevoorwaarden. Deze uitgiftevoorwaarden zullen ook specificeren hoe de waarde van de obligaties op dat moment zal berekend worden. Waar de emittent vaak een call-optie inbouwt om de uitgegeven obligaties terug in te kopen, wordt er in de praktijk minder voorzien in dergelijke put-optie voor de obligatiehouders.²⁹⁴

²⁹¹ Een voorbeeld hiervan is onder andere terug te vinden in Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 52: “*In het geval dat de Controlewijziging Put wordt uitgeoefend door Obligatiehouders die minstens 85% van de totale hoofdsom van de Obligaties vertegenwoordigen, kan de Emittent naar eigen goeddunken, alle (maar niet minder dan alle) uitstaande Obligaties terugbetalen overeenkomstig Voorwaarde 6.3 (Terugbetaling naar keuze van de Obligatiehouders in geval van Controlewijziging). (...)*”.

²⁹² Een voorbeeld van een clause die dergelijke waarschuwing bevat is onder andere te vinden in Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 52: “*Echter, Obligatiehouders dienen er zich van bewust te zijn dat, in het geval dat (i) Obligatiehouders die 85% of meer van de totale hoofdsom vertegenwoordigen hun optie uitoefenen onder Voorwaarde 6.3 (Terugbetaling naar keuze van de Obligatiehouders in geval van Controlewijziging), maar dat de Emittent er niet voor kiest om de overblijvende uitstaande Obligaties terug te betalen, of (ii) houders van een aanzienlijk aandeel, maar minder dan 85% van de totale hoofdsom van de Obligaties hun recht uitoefenen onder Voorwaarde 6.3 (Terugbetaling naar keuze van de Obligatiehouders in geval van Controlewijziging), de Obligaties waarvoor de Controlewijziging Put niet werd uitgeoefend illiquide en moeilijk verhandelbaar kunnen zijn.*”.

²⁹³ Dit kan gezien worden als de tegenhanger van de call-optie die de emittent zichzelf toekent (zie *supra* nrs. 80-81).

²⁹⁴ Een voorbeeld van dergelijke clause kan worden teruggevonden in Prospectus Elia System Operator NV (d.d. 17 mei 2016), 57: “***Redemption at the Option of Noteholders:*** *If Put Option is specified in the applicable Final Terms, the Issuer shall, at the option of the holder of any such Note, upon the holder of such Note giving not less than 15 nor more than 30 days' notice to the Issuer (or such other notice period as may be specified in the applicable Final Terms) redeem such Note on the Optional Redemption Date(s) at its Optional Redemption Amount specified in the applicable Final Terms (which may be the Early Redemption Amount (as described in*

AFDELING 4. CONVERTEERBARE OBLIGATIES EN OBLIGATIES CUM WARRANT

109. Gezien de specificiteit van de converteerbare obligaties²⁹⁵ en de obligaties cum warrant²⁹⁶, zijn er met betrekking tot de vervroegde terugbetaling van deze soorten obligaties specifieke regels van toepassing. Hetgeen in deze afdeling wordt besproken is enkel van toepassing op de NV en Comm. VA, aangezien art. 232, derde lid W.Venn. de uitgifte van converteerbare obligaties en obligaties cum warrant voor de BVBA uitsluit.

A. WETTELIJKE BESCHERMING

1. Gewone converteerbare obligaties

110. Uit art. 489, tweede lid W.Venn. valt af te leiden dat het de obligatiehouder is die een optie kan uitoefenen op de tijdstippen bepaald in de uitgiftevoorwaarden, om zo een conversie van zijn obligaties in aandelen te bekomen. Waar het in dit geval gaat over een gewone converteerbare obligatie, zal dit keuzerecht in het geval van *reverse convertibles* toekomen

Condition 5(b) above)), together with interest accrued to the date fixed for redemption. To exercise such option the holder of the relevant Note must deliver a duly completed option exercise notice ("Exercise Notice") in the form obtainable from the Agent within the notice period, to the specified office of the Agent. No Note so deposited and option exercised may be withdrawn (except as provided in the Agency Agreement) without the prior consent of the Issuer." Andere voorbeelden kunnen onder andere gevonden worden in: Prospectus UCB LUX NV (d.d. 6 maart 2013), 83; Prospectus Proximus NV (d.d. 2 september 2015), ; Prospectus Elia System Operator (d.d. 28 april 2015), 54; Prospectus Eandis CVBA (d.d. 25 november 2014), 52-53 en Prospectus Infrac (d.d. 16 oktober 2014), 51-52.

²⁹⁵ Converteerbare obligaties zijn obligaties die, onder de voorwaarden en op de tijdstippen die vooraf zijn bepaald in de uitgiftevoorwaarden, kunnen worden geconverteerd in de aandelen van vennootschap-emittent via de inbreng van de schuldvordering van de obligatiehouder. (Zie Verslag over het wetsontwerp tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van een doorzichtige organisatie van de markt van de ondernemingen en van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl.St.* Senaat 1990-1991, nr. 1107/3, 31; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 27, nr. 60; G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 104-105; G. POPPE, "Commentaar bij artikel 489 W.Venn." in *Comm. V. en V.*, 2000, afl. 1, (1) 1, nr. 1 en J. VERGAUWEN, "Converteerbare obligaties. Het verschijnsel van de 'Verwatering' en de Wettelijke Bescherming", *Jura Falc.* 2011-2012, afl. 2, (391) 391); G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 81; J. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties in het Belgische recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 212, nr. 465. Voor voorbeelden van converteerbare obligaties kan worden verwezen naar Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 5 september 2016), Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 7 juni 2013) en Prospectus Cofinimmo NV (d.d. 13 april 2011).

²⁹⁶ Obligaties cum warrant zijn obligaties waaraan een warrant is gekoppeld en dit betekent dat de obligatiehouder het recht verwerft om op het moment van een kapitaalverhoging, tegen de voorwaarden bepaald in de uitgiftevoorwaarden, in te schrijven op de aandelen die hieruit volgen. (Zie *Parl.St.* Senaat 1990-91, nr. 1107/1, 96; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 33, nr. 75 en G. POPPE, "Commentaar bij artikel 496 W.Venn." in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.; J. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties in het Belgische recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 213, nr. 465.

aan de emittent.²⁹⁷ De wetgever heeft voorzien in een wettelijke bescherming voor de obligatiehouders in art. 492 W.Venn.²⁹⁸ De wetgever wou vermijden dat wanneer de emittent zou overgaan tot een vervroegde terugbetaling van de gewone converteerbare obligatie, deze hiermee de uitoefening van het conversierecht door de obligatiehouder onmogelijk zou maken en zo op de obligatiehouders druk zouden uitoefenen.²⁹⁹

111. In het geval de emittent beslist tot een gehele of gedeeltelijke vervroegde terugbetaling van de gewone converteerbare obligatielening, hebben de obligatiehouders twee mogelijkheden³⁰⁰:

- I. de vervroegde terugbetaling aanvaarden (of in geval van gedeeltelijke terugbetaling de volledige terugbetaling vorderen); of
- II. het uitoefenen van hun conversierechten gedurende ten minste één maand vóór de datum van terugbetaling (wettelijke bescherming in art. 492 W.Venn.).

In het geval van aanvaarding van de vervroegde terugbetaling zal de obligatiehouder de nominale waarde van de obligatie ontvangen, vermeerderd met de eventueel vervallen interesten. Doet de obligatiehouder daarentegen beroep op de wettelijke bescherming van art. 492 W.Venn. en beslist hij zijn conversierecht toch uit te oefenen en aandelen van de emittent te bekomen, dan kan hij dit enkel maar voor zolang de conversieperiode³⁰¹ van de obligatie nog niet is verstreken of zolang er op grond van de obligatievoorwaarden een mogelijkheid is om obligaties te converteren in aandelen.³⁰²

²⁹⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 41, nr. 97; G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 102; L. VAN DEN STEEN, "Het begrip 'effecten' in de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt" in *Comm.Fin.*, 2010, afl. 31, (155) 167, nr. 25.

²⁹⁸ Art. 492 W.Venn. stelt: "*Indien de vennootschap besluit de lening, zelfs gedeeltelijk, vervroegd terug te betalen, kunnen de houders van converteerbare obligaties hun conversierecht uitoefenen gedurende ten minste een maand vóór de datum van de terugbetaling.*"

²⁹⁹ G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 98-99.

³⁰⁰ G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 98-99; G. POPPE, "Commentaar bij artikel 489 W.Venn." in *Comm. V. en V.*, 2000, afl. 1, (1) 11-12, nr. 12.

³⁰¹ Deze conversieperiode mag niet langer zijn dan 10 jaar (Zie art. 489, eerste lid W.Venn.). Zie hierover ook G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 85.

³⁰² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 393, nr. 854; G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen,

2. Obligaties cum warrant

112. Eenzelfde wettelijke bescherming als bij gewone converteerbare obligaties is terug te vinden bij obligaties cum warrant.³⁰³ Dit beschermingsregime is terug te vinden in art. 502 W.Venn. en stelt dat de houders van een obligatielening cum warrant hun inschrijvingsrecht op aandelen gedurende een periode van één maand vóór datum van gehele of gedeeltelijke terugbetaling kunnen uitoefenen. De bescherming is ook in deze context door de wetgever ingevoerd om te vermijden dat via de vervroegde terugbetaling de emittent de uitoefening van dit inschrijvingsrecht verbonden aan een warrant onmogelijk zou maken.³⁰⁴ Hierbij gaat men er wel vanuit dat de terugbetaling van de obligatielening ook het tenietgaan van de daaraan gekoppelde warrant impliceert. Als de uitgiftevoorwaarden echter bepalen dat de obligatie(lening) en de warrant los van elkaar kunnen circuleren, geldt het beschermingsregime van art. 502 W.Venn. niet. In dat geval heeft de vervroegde terugbetaling van de obligatielening geen invloed op de mogelijke uitoefening van de inschrijvingsrechten verbonden aan warrants.³⁰⁵

113. Ook in deze context kan de obligatiehouder cum warrant kiezen om ofwel de terugbetaling te aanvaarden en zo het uitgeleende kapitaal eventueel vermeerderd met de vervallen interesten te gaan ontvangen, ofwel zijn inschrijvingsrechten te gaan uitoefenen door een beroep te doen op het wettelijk beschermingsregime.³⁰⁶ De obligatiehouder kan dit laatste maar doen voor zover de uitoefeningsperiode van de warrants nog niet is verstreken of zolang er in de uitgiftevoorwaarden een mogelijkheid is voorzien om de inschrijvingsrechten verbonden aan de obligaties cum warrant te gaan uitoefenen.³⁰⁷ Wanneer dit niet meer het

Kluwer, 2012, I.2.2. – 99; G. POPPE, “Commentaar bij artikel 489 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, afl. 1, (1) 11-12, nr. 12.; J. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties in het Belgisch recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 298-299, nrs. 617-620.

³⁰³ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 144-145.

³⁰⁴ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 144-145; G. POPPE, “Commentaar bij artikel 502 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

³⁰⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 431-432, nr. 955; G. POPPE, “Commentaar bij artikel 502 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

³⁰⁶ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 144.

³⁰⁷ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 145.

geval is, is er geen reden meer om de houders nog langer te beschermen en zal de obligatiehouder geen beroep meer kunnen doen op art. 502 W.Venn.³⁰⁸

3. Exchangeables

114. *Exchangeables* zijn obligaties die de houders ervan het keuzerecht geven om op de vervaldag de terugbetaling te verkrijgen ofwel in geld, ofwel in aandelen.³⁰⁹ De obligatiehouder verkrijgt de mogelijkheid om op de vervaldag zijn obligaties om te ruilen in aandelen. Indien men kiest voor de aandelen, zal het aantal aandelen dat men verkrijgt afhangen van de berekening die wordt gemaakt op basis van een vooraf vastgestelde koersverhouding.³¹⁰ De aandelen die men dan verkrijgt zullen in de regel van een andere vennootschap zijn dan van de vennootschap-emittent.³¹¹

In het geval dat de emittent de keuze heeft om al dan niet over te gaan tot een omruiling, spreekt men van *reverse exchangeables*.³¹² Dit soort obligaties kunnen interessant zijn voor vennootschappen die na de uitgifte ervan in moeilijkheden komen en problemen hebben met de aflossing van hun schulden. Op dat moment kunnen de obligaties, die een schuld uitmaken, worden omgezet in kapitaal. Hierdoor zien deze vennootschappen hun eigen vermogen toenemen en komt er een schuld te vervallen. Deze *reverse exchangeables* zijn dan ook bijzonder risicovol voor de obligatiehouders, aangezien het mogelijk is dat hij maar een deel van zijn inleg zal kunnen recupereren (zonder dat er hierbij sprake is van een wanprestatie). Ten gevolge van het hogere risico dat deze *reverse exchangeables* met zich meebrengen voor de obligatiehouders, zullen deze veelal in een hogere vergoeding (rente) voorzien.

³⁰⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 432, nr. 956; G. POPPE, “Commentaar bij artikel 502 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.; J. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties in het Belgisch recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 298-299, nrs. 617-620.

³⁰⁹ C. SUNT, “Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht” in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, 585, nr. 9.

³¹⁰ C. SUNT, “Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht” in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, 585, nr. 9; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 42, nr. 99.

³¹¹ Dit type van obligaties wordt ook aangeduid als ‘*surrogate convertibles*’ (Zie D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 444, nr. 988).

³¹² C. SUNT, “Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht” in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, 585, nr. 9; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 44-45, nr. 104; G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 83.

115. BRULOOT en MARESCEAU zijn terecht de mening toegedaan dat *exchangeables*, ondanks de grote gelijkenissen, toch niet als converteerbare obligaties kunnen worden gekwalificeerd.³¹³ Ze beargumenteren dit door te stellen dat er in geval van *exchangeables* geen sprake is van een uitgestelde of voorwaardelijke kapitaalverhoging en dat er dan ook geen nieuwe aandelen worden gecreëerd. Bijgevolg dienen *exchangeables* als schuldeffecten *sui generis* te worden gekwalificeerd.³¹⁴

116. De *sui generis*-kwalificatie zorgt ervoor dat de regels³¹⁵ met betrekking tot de converteerbare obligaties, ondanks de grote gelijkenissen, niet van toepassing zijn.³¹⁶ Het wettelijke beschermingsregime in geval van vervroegde terugbetaling voor de houders van converteerbare obligaties uit art. 492 W.Venn., is dus niet van toepassing op *exchangeables*. Ook al stelt men vast dat de toepassing van deze regel op de houders van *exchangeables* wel degelijk nuttig zou kunnen zijn, toch hebben de houders vanuit de wet geen recht om op het moment van vervroegde terugbetaling de obligaties in te ruilen tegen aandelen. Er is in het geval van *exchangeables* dus geen wettelijk beschermingsregime voorzien waarop de houders kunnen terugvallen. Het is wel mogelijk dat de emittent voorziet in een clause in de uitgiftevoorwaarden die dit recht gaat toekennen aan de houders.

B. INKOOP EIGEN CONVERTEERBARE OBLIGATIES EN EIGEN OBLIGATIES CUM WARRANT

117. Zoals hiervoor besproken kan de emittent als alternatief voor vervroegde terugbetaling overgaan tot de inkoop van eigen obligaties.³¹⁷ Maar net zoals bij de inkoop van eigen (gewone) obligaties, voorziet het Wetboek van vennootschappen niet in bijzondere voorwaarden voor de verkrijging van eigen converteerbare obligaties of obligatie cum warrant.

118. Inkoop van eigen converteerbare obligaties is wel degelijk toegelaten en biedt een alternatief voor vervroegde terugbetaling van deze obligaties. Bij de inkoop van eigen

³¹³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 447, nr. 995.

³¹⁴ *Ibidem*.

³¹⁵ Artikelen 489 tot en met 492 W.Venn.

³¹⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 448, nr. 997.

³¹⁷ Zie *supra* nrs. 82-85.

converteerbare obligaties gaat het over een koop-verkoop en is geenszins een eenzijdige handeling van de emittent. De emittent zal dus het individuele akkoord nodig hebben van de obligatiehouder van wie hij de converteerbare obligatie wilt inkopen. Doordat dit akkoord van de individuele obligatiehouder nodig is, is er geen kans op misbruik. Bijgevolg is er ook geen nood aan het wettelijke beschermingsmechanisme zoals opgenomen in art. 492 W.Venn. en verkrijgt de houder op het moment van de inkoop niet het recht om eerst zijn obligatie te gaan converteren.³¹⁸ De emittent kan de eigen converteerbare obligaties wel via inkoop gaan verkrijgen, maar deze kan het conversierecht dat hieraan verbonden is niet zelf uitoefenen. Hierdoor zou hij kunnen inschrijven op eigen kapitaalaandelen en dit is verboden (art. 442 en 585 W.Venn.).³¹⁹

119. Dezelfde principes zijn *mutatis mutandis* van toepassing op de inkoop van eigen obligaties cum warrant. Het is de emittent toegestaan om eigen obligaties cum warrant in te kopen en deze aan te houden. De emittent mag de inschrijvingsrechten verbonden aan warrants niet zelf uitoefenen, want dit zou neerkomen op een verboden inschrijving op eigen effecten.³²⁰

³¹⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 396, nr. 860.

³¹⁹ D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van schuldeisers-bescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 79, nr. 116.

³²⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 433, nr. 960.

Hoofdstuk IV . Wanprestatie

AFDELING 1. SITUERING

120. Wanneer beleggers intekenen op een obligatie, treden ze met de emittent in een contractuele verhouding en worden ze obligatiehouders. Aangezien de obligatiehouder eigenlijk een lening verstrekt en zo een schuldeiser wordt van de emittent, kan deze contractuele verhouding worden gekwalificeerd als een verbruiklening, meer bepaald een geldlening. Dit brengt de toepasselijkheid van de gemeenrechtelijke regels inzake de lening³²¹ met zich mee en deze zijn dan ook van belang in het geval van een wanprestatie. De contractuele verhouding tussen de obligatiehouders (ontlener) en de emittent (uitlener), brengen voor beiden zowel rechten als verplichtingen met zich mee. Deze rechten en verplichtingen zullen worden vastgelegd in de uitgiftevoorwaarden, dewelke bij publiek uitgegeven obligaties terug te vinden zijn in het prospectus. Het spreekt voor zich dat een verplichting voor de ene partij, een recht inhoudt voor de andere partij.

121. In dit hoofdstuk wordt eerst dieper ingegaan op de verplichtingen van de partijen bij een obligatieleningsovereenkomst, aangezien het niet naleven van deze verplichtingen zal leiden tot een contractuele wanprestatie. Vervolgens zullen gevallen van wanprestatie geanalyseerd worden en ten slotte wordt nagegaan welke gevolgen een wanprestatie kan hebben op de obligatielening.

AFDELING 2. VERPLICHTINGEN VAN DE PARTIJEN

A. OBLIGATIEHOUDER

122. Vanuit het standpunt van de obligatiehouder komt de obligatielening maar tot stand door de afgifte van de geleende zaak, namelijk geld.³²² Aangezien een obligatielening veelal kan worden gekwalificeerd als een verbruiklening (geldlening op interest), betreft het hier ook een zakelijke³²³ en eenzijdige³²⁴ overeenkomst. Wanneer het daarentegen zou gaan over een

³²¹ Artikelen 1874 t.e.m. 1914 BW. Meer specifiek zijn voor wanprestatie bij een obligatielening vooral de regels met betrekking tot de lening op interest van belang: artikelen 1905 t.e.m. 1914 BW.

³²² N. DELANG, “Commentaar bij artikel 244 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, (99) 100.

³²³ B. TILLEMANS, *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht, X. Overeenkomst, Deel 2. Bijzondere overeenkomsten, C. Bruikleen, bewaargeving en sekwester*, Antwerpen, Kluwer, 2000, 426, nr. 903; D.J., DE

consensuele overeenkomst, zou bij loutere wilsovereenstemming tussen de obligatiehouders en de emittent een obligatieleningsovereenkomst tot stand komen. Er is dus een afgifte noodzakelijk voor de totstandkoming en daarna kan worden gesteld dat er op grond van de obligatieleningsovereenkomst na deze afgifte, geen enkele verplichting meer overblijft voor de obligatiehouder.³²⁵ Vanaf dan geniet de obligatiehouder enkel nog rechten ten opzichte van de emittent en heeft deze geen verplichtingen meer. Deze stelling dient echter wat genuanceerd te worden: het is mogelijk dat de uitgiftevoorwaarden voorzien in een gespreide storting in de tijd, wat betekent dat het in dit geval gaat over een wederkerige overeenkomst.³²⁶ Een zakelijke overeenkomst komt namelijk ook tot stand in geval van een gedeeltelijke volstorting, aangezien er dan ook sprake is van een afgifte.

123. Het zijn de uitgiftevoorwaarden die voorzien in de modaliteiten van betaling (volstorting/bijstorting) en die mogelijks een gespreide storting kunnen toestaan.³²⁷ Uit een analyse van prospectussen tussen 2012 en 2016 blijkt een gedeeltelijke volstorting eerder een theoretisch fenomeen te zijn. Dit is wel ergens logisch, aangezien de emittent via de uitgifte van een obligatie op korte termijn liquiditeiten wenst aan te trekken. Hierdoor zal in de praktijk zo goed als altijd het volledige bedrag van het deel waarop de obligatiehouder intekent meteen opvorderbaar gesteld worden en dan ook moeten betaald worden.³²⁸ Daarentegen kunnen de uitgiftevoorwaarden niet voorzien in een gespreide storting in het

TROIJ, “Kredietopening, lening op interest en wederbeleggingsvergoeding. What’s in a name?”, *NJW* 2017, afl. 370, 718, nr. 2; N. DELANG, “Commentaar bij artikel 243 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, (91) 94.

³²⁴ B. TILLEMEN, *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht, X. Overeenkomst, Deel 2. Bijzondere overeenkomsten, C. Bruikleen, bewaargeving en sekwester*, Antwerpen, Kluwer, 2000, 432, nr. 916.

³²⁵ B. TILLEMEN, *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht, X. Overeenkomst, Deel 2. Bijzondere overeenkomsten, C. Bruikleen, bewaargeving en sekwester*, Antwerpen, Kluwer, 2000, 432-433, nr. 918; N. DELANG, “Commentaar bij artikel 244 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, (99) 100.

³²⁶ D. BRULOOT en K. MARESCHEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 129, nr. 274; G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 40.

³²⁷ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 50-51.

³²⁸ Een van de weinige voorbeelden waarin expliciet wordt voorzien in een volledige volstorting, is terug te vinden in Prospectus Cofinimmo (d.d. 5 september 2016), 29, waar er uitdrukkelijk wordt gesteld dat “*The Issue Price must be paid up in full in euros.*”. Ook al kan men ervan uitgaan dat de emittent op korte termijn liquiditeiten nodig heeft en de volledige volstorting wil zien van de obligaties, lijkt het in deze context voor de duidelijkheid toch aangewezen om zoals in het voorbeeld de verplichting tot volledige volstorting uitdrukkelijk op te nemen in het prospectus, zodat de belegger hiermee rekening kan houden bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing.

geval van converteerbare obligaties uitgegeven door een NV of Comm. VA. Art. 489 W.Venn. stelt uitdrukkelijk dat de converteerbare obligaties volledig moeten volstort zijn.³²⁹

124. Bij ‘*partly-paid issue bonds*’ zal de obligatiehouder dus maar een deel van de uitgifteprijs betalen. Het saldo zal pas op de in de uitgiftevoorwaarden bepaalde data verschuldigd zijn en aangezien de schuld dan pas opeisbaar wordt, is er sprake van een termijnschuld.³³⁰ Dergelijke obligaties zijn gericht op investeerders die op het moment van het intekenen op de obligatie nog niet over voldoende liquiditeiten beschikken, maar wel willen genieten van de rente die de obligatie met zich meebrengt.³³¹ Dit heeft wel tot gevolg dat de obligatieleningsovereenkomst in deze situatie verwordt tot een wederkerige overeenkomst, aangezien er zowel op de persoon van de emittent als op de persoon van de obligatiehouder nog verplichtingen rusten.

125. De vraag rijst wat de gevolgen zijn indien de obligatiehouder, op de momenten bepaald in de uitgiftevoorwaarden, niet overgaat tot bijstorting of volstorting. In het geval er nog geen afgifte geweest is van de ontleende zaak (geld) en de intekenaar dus nog geen enkele storting heeft verricht, komt de obligatielening gewoonweg niet tot stand. Dit is het gevolg van de kwalificatie van de obligatielening als zakelijke/reële overeenkomst. Bijgevolg kan de emittent de intekenaar niet verplichten om de gelden die deze nog niet heeft gestort, te volstorten. In sommige rechtsleer wordt aangenomen dat het in dit geval gaat over een belofte van lening of een voorovereenkomst, waarbij de niet-naleving enkel kan leiden tot een schadevergoedingsplicht.³³²

Wanneer het daarentegen gaat over een gedeeltelijke storting en de obligatiehouder niet overgaat tot bijkomende stortingen op de momenten bepaald in de uitgiftevoorwaarden, is de

³²⁹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 131-132, nr. 279; G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 40.

³³⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 132-133, nr. 282.

³³¹ G. POPPE, “Commentaar bij artikel 485 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

³³² Zie D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 132-133, nr. 282, waarbij kan verwezen worden naar randnummer 256 waarin de discussie in de rechtsleer wordt weergegeven. Sommige auteurs zijn de mening toegedaan dat de afgifte van de beloofde zaak wel degelijk kan afgedwongen worden, aangezien het over de uitdrukking van de gemeenschappelijke bedoeling van de partijen gaat.

analyse enigszins anders. In dat geval is de obligatieovereenkomst wel degelijk tot stand gekomen, doordat al een gedeeltelijke afgifte is gebeurd van de ontleende zaak (geld). Het eenzijdige karakter van de obligatielening wordt in deze gevallen dan ook wegbedongen en verwordt deze hierdoor tot een wederkerige overeenkomst.³³³ Ten gevolge hiervan zal het niet alleen de emittent zijn die bepaalde verplichtingen heeft, maar zal ook de obligatiehouder de verplichting hebben om zijn obligaties te volstorten.

126. In het geval de obligatiehouder bij een gedeeltelijke storting niet overgaat tot een bijkomende storting op de momenten bepaald in de uitgiftevoorwaarden, is er sprake van een wanprestatie. De emittent zal niet geneigd zijn om direct de ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst te vorderen, maar zal eerder de uitvoering in natura van de betalingsverplichting van de obligatiehouder vragen. Dit neemt niet weg dat het nog steeds om een wanprestatie gaat en de emittent nalatigheidsinteressen zou kunnen vorderen. Deze zijn pas verschuldigd vanaf de dag dat de emittent de obligatiehouder in gebreke heeft gesteld.³³⁴ De regels van het gemeen recht zijn in deze situatie van toepassing, inzonderheid art. 1153 BW. Dit artikel stelt dat inzake verbintenissen die alleen betrekking hebben op het betalen van een bepaalde geldsom, de schadevergoeding wegens vertraging in de laattijdige uitvoering van de betaling in niets anders kan bestaan dan de wettelijke interest.³³⁵ Aangezien er een gebrek is aan een wettelijke bepaling, is deze wettelijke interest bij obligatiehouders niet van rechtswege opeisbaar en is dus een aanmaning tot betaling nodig.³³⁶

127. Tot slot stelt zich de vraag of op de overdragende obligatiehouder een volstortingsplicht rust, in het geval van een overdracht van obligaties die maar gedeeltelijk gestort zijn. Met betrekking tot aandelen stelt de wetgever in art. 507, eerste lid W.Venn. dat bij de overdracht van niet volgestorte aandelen, de inschrijver niet ontslaan is van de verplichting om ten belope van het niet volgestorte bedrag bij te dragen in de schulden. De aandeelhouder-overdrager heeft in het geval dat de vennootschap de volstorting vordert wel een hoofdelijk verhaal op diegenen aan wie hij zijn aandelen heeft overgedragen en op de

³³³ Zie D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 132-133, nr. 282.

³³⁴ G. POPPE, "Commentaar bij artikel 485 W.Venn." in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

³³⁵ Art. 1153, eerste lid BW: "*Inzake verbintenissen die alleen betrekking hebben op het betalen van een bepaalde geldsom, bestaat de schadevergoeding wegens vertraging in de uitvoering nooit in iets anders dan in de wettelijke interest, behoudens bij de wet gestelde uitzonderingen.*"

³³⁶ Art. 1153, derde lid BW; G. POPPE, "Commentaar bij artikel 485 W.Venn." in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

latere overnemers van deze aandelen.³³⁷ Voor obligaties voorziet de wetgever niet in dergelijke regeling met betrekking tot de volstortingsplicht.³³⁸

Door een gebrek aan specifieke regels in het Wetboek van vennootschappen, dient er naar de gemeenrechtelijke regels over schuldvernieuwing gekeken te worden.³³⁹ Volgens art. 1275 BW kan een schuld niet zonder de toestemming van de schuldeiser (emittent) worden overgedragen en bijgevolg blijft de initiële intekenaar verbonden tegenover de vennootschap. De overnemer van de obligatie kan dan ook niet door de emittent worden aangesproken, aangezien deze geen enkele verbintenis heeft aangegaan met de emitterende vennootschap.

Het is evenwel mogelijk dat de overdrager en overnemer van de obligatie de contractuele afspraak maken dat de betalingsplicht ten aanzien van de emittent overgaat op de overnemer. Maar ook in dit geval zal de emitterende vennootschap zich voor de bijstorting of volstorting wenden tot de initiële intekenaar. Deze zal op zijn beurt dan regres uitoefenen op de overnemer van de obligaties op basis van de contractuele clause in hun koopverkoopovereenkomst met betrekking tot de obligatie.³⁴⁰ In geval de overnemer zich verbonden heeft tegenover de overdrager en de overnemer niet overgaat tot bijstorting, zou de emitterende vennootschap zich via een rechtstreekse vordering kunnen wenden tot de overnemer. De emitterende vennootschap kan in dit geval tegen de overnemer als houder van de effecten alle rechten uitoefenen die hij had kunnen uitoefenen tegenover de initiële intekenaar.³⁴¹

B. EMITTENT

128. Veelal zal in de praktijk de initiële intekenaar verplicht worden om de obligaties volledig te volstorten. Door de afgifte van de ontleende zaak (geld) heeft de obligatiehouder zijn enige verplichting voldaan en komt de eenzijdige, zakelijke overeenkomst die een obligatielening is, tot stand. Aangezien het dus gaat over een eenzijdige overeenkomst, zal het

³³⁷ Zie art. 507, tweede lid W.Venn.

³³⁸ G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 51.

³³⁹ Zie de artikelen 1271 t.e.m. 1281 BW.

³⁴⁰ G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 51; G. POPPE, "Commentaar bij artikel 485 W.Venn." in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

³⁴¹ G. POPPE, "Commentaar bij artikel 485 W.Venn." in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

enkel nog de emittent zijn die verplichtingen heeft ten aanzien van de obligatiehouders. Het is in geval van miskening van deze verplichtingen, dat men gaat spreken over een wanprestatie in hoofde van de emittent. Het investeren in obligaties is voor een belegger niet volledig zonder risico. Nochtans is de bespreking van het risico ‘wanprestatie van de emittent’ in de rechtsleer onderbelicht gebleven. Zoals ook werd uiteengezet in de inleiding, zien sinds de financiële crisis steeds meer bedrijven in obligaties een goed alternatief voor de klassieke bankfinanciering. Nadien was er dan ook een stijging van het aantal uitgiftes merkbaar, maar dit brengt met zich mee dat de kans groter wordt dat een emittent in de problemen komt en wanprestaties begaat.

Vooraleer dieper in te gaan op de wanprestaties die de emittent kan begaan tijdens de looptijd van een obligatielening en de gevolgen hiervan, wordt er eerst stilgestaan bij de hiermee samenhangende vraag welke verplichtingen de emittent nu heeft. Deze analyse kan even goed gemaakt worden vanuit de rechten die de obligatiehouder heeft, maar zoals hiervoor al werd gesteld, brengt een recht voor de ene partij, een verplichting voor de andere partij met zich mee.

1. Terugbetalingsverplichting

129. De terugbetalingsverplichting is essentieel om te kunnen spreken van een obligatielening.³⁴² In het geval dat de emittent niet verplicht zou zijn om het uitgeleende kapitaal terug te betalen, is er geen sprake van een obligatielening, maar wel van een andere rechtsfiguur (zoals de schenking).³⁴³ De emittent heeft dus de verplichting om op de momenten bepaald in de uitgiftevoorwaarden, het uitgeleende kapitaal aan de obligatiehouders terug te betalen. In het merendeel van de obligatieleningen zal er een volledige terugbetaling van de nominale waarde dienen te gebeuren op de vervaldag.³⁴⁴ Een terugbetaling kan ook geschieden bij annuïteiten, waarbij door de emittent periodieke aflossingen van het uitgeleende kapitaal zullen verricht worden volgens een aflossingsschema zoals opgenomen in de uitgiftevoorwaarden.³⁴⁵ Het is dan ook maar alleen op de momenten

³⁴² Zie *supra* nr. 71.

³⁴³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 144, nr. 311.

³⁴⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 146, nr. 317; G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 47.

³⁴⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 146, nr. 318.

bepaald in de uitgiftevoorwaarden, dat er uitvoering moet worden gegeven aan de verbintenis tot terugbetaling van de emittent. Dit is het gevolg van de kwalificatie van de obligatielening als een overeenkomst met tijdsbepaling.³⁴⁶

130. De verbintenis tot terugbetaling van de emittent ontstaat bij de afgifte van de ontleende zaak (geld) door de obligatiehouder, maar de uitvoering ervan wordt uitgesteld door deze tijdsbepaling.³⁴⁷ In dit geval wordt de uitvoering of het voortbestaan van de verbintenis afhankelijk gesteld van een bepaalde toekomstige gebeurtenis.³⁴⁸ Pas wanneer deze toekomstige gebeurtenis zeker³⁴⁹ is, zoals bij het verstrijken van een bepaalde datum, is er sprake van een verbintenis met tijdsbepaling.³⁵⁰ De toekomstige gebeurtenis waaraan de teruggaveverplichting van de emittent gekoppeld is, mag geen zuiver potestatieve voorwaarde uitmaken.³⁵¹ Indien dergelijke clausule zou zijn opgenomen in de uitgiftevoorwaarden, brengt dit de nietigheid van de obligatieleningsovereenkomst met zich mee.³⁵² De nietigheid neemt de oorzaak weg voor de terugbetaling van het geleende bedrag.³⁵³

Uit art. 1186 BW volgt dat verbintenissen met een tijdsbepaling pas verschuldigd zijn nadat de vervaltermijn in de overeenkomst is verstreken.³⁵⁴ Deze bepaling brengt met zich mee dat de obligatiehouders maar het recht hebben om hun uitgeleende kapitaal terug op te eisen op de momenten bepaald in de uitgiftevoorwaarden. De uitgiftevoorwaarden zullen vaak voorzien in een vast tijdstip waarop de obligatielening opeisbaar wordt.³⁵⁵ Deze tijdsbepaling,

³⁴⁶ G. POPPE, “Commentaar bij artikel 485 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

³⁴⁷ Zie art. 1185 BW: “De tijdsbepaling verschilt van de voorwaarde hierin, dat zij de verbintenis niet opschort, maar alleen haar uitvoering uitstelt.”

³⁴⁸ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 41.

³⁴⁹ In het geval een toekomstige gebeurtenis niet zeker is, is er sprake van een verbintenis onder voorwaarde.

³⁵⁰ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 41; G. VAN MALDEREN en N. PEETERS, “Verbintenissen met een tijdsbepaling” in J. ROODHOOFT (ed.), *Bestendig Handboek Verbintenissenrecht*, Mechelen, Kluwer, 2015, afl. 24, (III.2-1) III.2-1, nr. 2600.

³⁵¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 144-145, nr. 312.

³⁵² Cass. 22 april 2013, AR C.12.0285.F.

³⁵³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 144-145, nr. 312; Cass. 22 april 2013, AR C.12.0285.F.

³⁵⁴ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 41.

³⁵⁵ G. POPPE, “Commentaar bij artikel 485 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.

waarvan ook sprake is bij obligatieleningen, verhindert enkel dat de schuldeiser (obligatiehouder) de verbintenis tot teruggave onmiddellijk na de afgifte van de ontleende zaak zou opeisen.³⁵⁶

2. Vergoedingsverplichting

131. In tegenstelling tot de terugbetalingsverplichting van de geleende fondsen, is de vergoedingsverplichting van de emittent niet essentieel om te kunnen spreken van een obligatielening.³⁵⁷ In art. 1876 BW gaat men zelf uit van de premisse dat de bruiklening (wat een obligatielening is) essentieel een overeenkomst om niet is.³⁵⁸ Bijgevolg is de ontlener (emittent) geen vergoeding verschuldigd voor het ontlenen van een bepaald bedrag, wanneer de partijen hierover niets hebben bedongen in de uitgiftevoorwaarden. In realiteit ziet men dat de obligatiehouders in een overgrote meerderheid van de obligatieleningen wel degelijk recht hebben op een vergoeding. Dit recht op vergoeding, en bijgevolg ook de vergoedingsplicht van de emittent, ontstaat doordat deze in de uitgiftevoorwaarden overeengekomen is.³⁵⁹ De belegger zal bij het investeren in obligaties op het einde van de looptijd niet alleen zijn ingelegde kapitaal terug willen, maar ook een vergoeding voor het ter beschikking stellen van zijn kapitaal aan de emittent.³⁶⁰

132. De vergoeding bepaald in de uitgiftevoorwaarden en die voor de emittent een verplichting inhoudt, zal veelal de vorm aannemen van een vaste of variabele rente en is de vergoeding die de obligatiehouder krijgt voor het ter beschikking stellen van zijn fondsen.³⁶¹ Daarnaast is het mogelijk dat in de betaling van een premie wordt voorzien of de vergoeding de vorm aanneemt van een conversierecht of warrant. Het gebruik van één vergoedingsmechanisme, sluit het gebruik van een ander niet uit. Hierbij kan worden gedacht

³⁵⁶ G. VAN MALDEREN en N. PEETERS, “Verbintenissen met een tijdsbepaling” in J. ROODHOOFT (ed.), *Bestendig Handboek Verbintenissenrecht*, Mechelen, Kluwer, 2015, afl. 24, (III.2-1) III.2-10, nr. 2622.

³⁵⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 134, nr. 283.

³⁵⁸ S. VANDERHEYDE, “Commentaar bij artikel 1876 BW” in *Comm.Bijz.Ov.*, 2016, afl. 105, (31) 31, nr. 2.

³⁵⁹ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 47.

³⁶⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 134, nr. 284.

³⁶¹ C. SUNT, “Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht” in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, 587, nr. 11, G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 31-32.

aan de converteerbare obligaties, waarbij de obligatiehouders naast het conversierecht meestal ook recht zullen hebben op een rente.³⁶²

3. Respecteren van contractuele beschermingsclausules

133. Beleggers investeren in obligaties om tijdens de looptijd een vaste of variabele rente te kunnen genieten en op het einde van de looptijd hun ingelegde kapitaal terug te krijgen. Het grootste risico voor deze beleggers is dat de vermogenstoestand van de emittent negatief evolueert en men mogelijks zijn inleg niet meer zal terugkrijgen. Om ervoor te zorgen dat tijdens de gehele looptijd de financiële toestand van de emittent gezond zou blijven, is er in vele uitgiftevoorwaarden voorzien in contractuele beschermingsmechanismen die de emittent verplichtingen en beperkingen gaan opleggen om zo de rechtspositie van de obligatiehouders te garanderen en te versterken.³⁶³ In de vennootschapspraktijk worden deze contractuele beschermingsmechanismen aangeduid als *covenants*, dewelke hun oorsprong vinden in de Angelsaksisch traditie.³⁶⁴ Deze *covenants* kunnen positieve (iets te doen) of negatieve (iets niet te doen) verplichtingen inhouden voor de emittent.³⁶⁵ Andere contractuele beschermingsmechanismen zijn de verklaringen en waarborgen (*representations and warranties*) en de opschortende voorwaarden (*conditions precedent*). Op deze laatste twee beschermingsmechanismen zal in het kader van deze masterproef niet dieper worden ingegaan, daar deze veelal betrekking hebben op de periode voorafgaand aan de uitgifte van obligaties.

134. De positieve en negatieve verplichtingen aangegaan door de emittent en opgenomen in *covenants*, hebben bovenal een beschermingsfunctie. Door deze op te nemen in de uitgiftevoorwaarden tracht men te verzekeren dat de emittent op de bepaalde tijdstippen zal overgaan tot interestbetalingen en op het einde van de looptijd het ingelegde kapitaal zal terugbetalen. De implementatie van *covenants* hangt nauw samen met de vergoedings- en terugbetalingsverplichting en wilt deze verplichtingen waarborgen. De financiële

³⁶² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 134, nr. 284.

³⁶³ A. ZENNER en I. PEETERS, “Tegenwerpelijke van samenloopvermijdende contractuele waarborgmechanismen”, *RW* 2004-05, afl. 13, 481-482, nrs. 1-2; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 183, nr. 390.

³⁶⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 183, nr. 391.

³⁶⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 187, nr. 400; X, *Covenant*, <https://www.investopedia.com/terms/c/covenant.asp> (Consultatie 13 november 2017).

verplichtingen van de emittent kunnen op zichzelf niet worden gekwalificeerd als een *covenant*.³⁶⁶

135. *Covenants* kunnen worden ingedeeld in drie categorieën, nl. *general undertakings*, financiële *covenants* en informatieve *covenants*. Een uitgebreide bespreking van alle mogelijke *covenants* die kunnen worden teruggevonden in de uitgiftevoorwaarden zou ons in het kader van deze masterproef te ver leiden. In de context van wanprestatie, zijn vooral de *general undertakings* van belang. Deze houden verplichtingen in om iets te doen (affirmatieve *undertakings*)³⁶⁷ of om iets niet te doen (negatieve *undertakings*)³⁶⁸. Het is wel mogelijk dat de algemene vergadering van obligatiehouders de emittent toch gaat toestaan om bijvoorbeeld een nieuwe zekerheid te stellen, ook al was dit volgens de *negative pledge*-clausule niet toegestaan.³⁶⁹

³⁶⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 187, nr. 401.

³⁶⁷ Deze affirmatieve *undertakings* zijn vaak herhalingen van wettelijke verplichtingen die rusten op de emittent. Het miskennen van deze affirmatieve *covenants* zal een wettelijke inbreuk uitmaken, die strafrechtelijk kunnen worden bestraft en beboet. Deze maken tevens een contractuele wanprestatie uit ten aanzien van de emittent. Voorbeelden hiervan zijn: socialezekerheidsregelingen, fiscale verplichtingen, milieureglementering, ... (Zie D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 197-198, nr. 417).

³⁶⁸ Kunnen in prospectussen vaak worden teruggevonden onder ‘*negative pledge*’ / ‘*negatieve zekerheden*’. Deze zullen veelal volgende negatieve verplichtingen inhouden: (i) Beperkingen in de verkoop van activa, (ii) beperkingen op het aangaan van nieuwe schulden, (iii) beperkingen van de winstuitkering en (iv) beperkingen op het verstrekken van zekerheden aan andere schuldeisers dan de obligatiehouders en soms ook aan eigen dochtervennootschappen. Een voorbeeld van een *negative pledge*-clausule kan onder andere worden teruggevonden in Prospectus Elia System Operator (d.d. 17 mei 2016), 45-46: “**3. Negative Pledge** (a) **Restriction:** *So long as any Note remains outstanding (as defined in the Agency Agreement): (i) the Issuer will not, and it shall procure that none of its Material Subsidiaries will, create, grant or permit to subsist any Security Interest (other than a Permitted Security Interest) upon, or with respect to, the whole or any part of its business, undertaking, assets or revenues present or future to secure any Relevant Debt (as defined below) of any person, including the Issuer or any of its Material Subsidiaries, or any guarantee of or indemnity in respect of any Relevant Debt of any person, including of the Issuer or any of its Material Subsidiaries; and (ii) the Issuer will, and shall procure that its Material Subsidiaries will, procure that no other person creates, grants or permits to subsist any Security Interest (other than a Permitted Security Interest) upon the whole or any part of the business, undertaking, assets or revenues present or future of that other person to secure any of the Issuer's or any of its Material Subsidiaries' Relevant Debt, or any guarantee of or indemnity in respect of any of the Issuer's or any of its Material Subsidiaries' Relevant Debt; unless, at the same time or prior thereto, the Issuer's obligations under the Notes (aa) are secured equally and rateably therewith or benefit from a guarantee or indemnity in substantially identical terms thereto, as the case may be, or (bb) have the benefit of such other security, guarantee, indemnity or other arrangement as shall be approved by an Extraordinary Resolution (as defined in Condition 10) of the Noteholders.*”. Uit dit voorbeeld kan worden afgeleid dat *negative pledges* ook verplichtingen kunnen inhouden voor dochtervennootschappen of dat de emittent zich sterkmaakt dat een dochtervennootschap geen nieuwe verplichtingen zou aangaan (Zie hierover Prospectus Terra² NV (d.d. 29 juni 2016), 14: “*De Emittent en zijn dochtervennootschap Hyboma NV verbinden zich ertoe om, voor de duur van de Obligaties, tot de effectieve terugbetaling van het kapitaal en de rente van de Obligaties, zijn activa niet te bezwaren met zakelijke zekerheden of andere voorrechten ten gunste van andere Schuldeisers tenzij, in dezelfde rangorde, de Obligaties daarvan meegenieten.*”).

³⁶⁹ Zie bijvoorbeeld Prospectus Warehouses De Pauw Comm.VA (WDP) (d.d. 19 mei 2014), 56: “(...) tenzij, op hetzelfde ogenblik of voordien, de verplichtingen van de Emittent krachtens de Obligaties (...) (ii) genieten van

Daarnaast kunnen er ook financiële *covenants*³⁷⁰ worden opgenomen in de uitgiftevoorwaarden. Deze hebben vooral een knipperlichtfunctie in het geval bepaalde financiële ratio's niet gehaald worden door de emittent. Via deze ratio's wil men ervoor zorgen dat de emittent voldoende solvabel is en voldoende liquiditeiten heeft om de aangegane obligatieschulden te kunnen voldoen.³⁷¹ Het niet halen van deze financiële ratio's zou kunnen wijzen op een verslechterende financiële situatie van de emittent en hieraan kunnen contractuele gevolgen verbonden worden.³⁷² Tot slot zijn er nog de informatieve *covenants*³⁷³, dewelke aan de emittent de verplichting opleggen om naar aanleiding van bepaalde gebeurtenissen, op vastgestelde tijdstippen en/of op verzoek van de obligatiehouders

een andere dergelijke Zekerheid, waarborg, garantie of andere regeling die zal worden goedgekeurd door de algemene vergadering van Obligatiehouders, en tenzij dergelijke Zekerheid tot stand komt uit hoofde van wettelijke bepalingen van dwingend recht.”.

³⁷⁰ Een voorbeeld van een financiële covenant kan onder andere worden teruggevonden in Prospectus La Lorraine Bakery Group (d.d. 3 december 2013), 42 (Voor het gevolg van het niet naleven van deze ratio's, zie voetnoot 372).

³⁷¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 187-188, nr. 402.

³⁷² Het is mogelijk dat het prospectus eerder voorziet in een bepaalde sanctie (bv. verhoging van periodieke interest) bij het niet behalen van bepaalde ratio's, dan dit als een wanprestatie te omschrijven. Het invoeren van de wanprestatie en al zijn gevolgen van dien, zouden voor het niet behalen van bepaalde financiële ratio's te verregaand zijn. Zie voor dergelijke sanctie Prospectus La Lorraine Bakery Group (d.d. 3 december 2013), 42: ***“Een inbreuk op de financiële covenants heeft louter een verhoging van de interestvoet tot gevolg: De Voorwaarden van de Obligaties bevatten een aantal financiële covenants op grond waarvan de Emittent gehouden is een aantal financiële ratio's na te leven (zie Voorwaarde 4.2 (Financial Condition Step-up Change en Financial Condition Step-down Change) op pagina 55-56 van het Prospectus alsook de definities van Financial Condition Step-up Change en Financial Condition Step-down Change op pagina 71-72 van het Prospectus). Deze financiële ratio's hebben betrekking op de Geconsolideerde Materiële Nettowaarde en de verhouding van de Netto Financiële Schulden en de Geconsolideerde EBITDA van de Groep van de laatste 12 maanden. Het niet-naleven van deze ratio's door de Emittent maakt echter geen Wanprestatie vanwege de Emittent uit onder de Voorwaarden van de Obligaties en heeft louter een verhoging van de interestvoet tot gevolg.”.***

³⁷³ Een van de weinige voorbeelden hiervan is te vinden in Prospectus D.E.M.E. (d.d. 22 januari 2013), 65: *“(…) Financiële informatie: De Emittent zal op haar website, (i) ten laatste 120 dagen na het einde van de boekjaren 2012 tot en met 2018, zijn door de commissaris geauditeerde geconsolideerde en enkelvoudige jaarrekening bekendmaken; en (ii) ten laatste 75 dagen na het einde van de eerste helft van de boekjaren 2013 tot en met 2018 een geconsolideerde en enkelvoudige balans en resultatenrekening voor de eerste jaarhelft bekendmaken, die minstens onderworpen is aan een limited review overeenkomstig de internationale standaard voor beoordelingsopdrachten (ISRE 2410) door de commissaris van de Emittent. De voorgaande informatie zal worden opgesteld overeenkomstig BE GAAP of IFRS.”.* Deze informatieve *covenants* zijn eerder uitzonderlijk terug te vinden door het feit dat de emittent al wettelijke informatieverplichtingen heeft die redelijk verregaand zijn. Door het opnemen van dergelijke informatieve *covenants* in de uitgiftevoorwaarden, gaat men de wettelijke verplichtingen van de emittent uitbreiden en dit met het oog op een betere afdwinging van de *general undertakings* en financiële *covenants* (zie hierover D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 208-209, nr. 439).

informatie te gaan geven. Deze zullen de informatieasymmetrie tussen beide partijen bij de obligatieleningsovereenkomst gaan remediëren.³⁷⁴

136. Zoals uit het voorgaande blijkt, zijn *covenants* verbintenisrechtelijke waarborgmechanismen ten behoeve van de obligatiehouders die worden aangegaan door de emittent.³⁷⁵ Het schenden van vooral *general undertakings* maakt dan ook een wanprestatie uit die door de obligatiehouders kunnen worden ingeroepen.³⁷⁶

AFDELING 3. WANPRESTATIE DOOR DE EMITTENT

137. In wat volgt zal niet verder worden ingegaan op de verplichtingen en mogelijke wanprestatie van de obligatiehouder. Veelal zullen de obligaties volledig moeten volstort worden bij de intekening op de obligatielening en daarmee heeft de obligatiehouder zijn enige verplichting voldaan. Aangezien de verplichtingen van de emittent daarentegen veel uitgebreider zijn, zal er onder deze afdeling worden stilgestaan bij gevallen van wanprestatie door de emittent en de gevolgen hiervan voor de obligatielening.

A. GEVALLEN VAN WANPRESTATIE

1. Events of default

138. De wanprestatie door de emittent volgt uit de schending van zijn contractuele verplichtingen zoals deze blijken uit de uitgiftevoorwaarden. In deze context is er dan ook sprake van een wanprestatie in volgende gevallen:

1. het niet of niet tijdig terugbetalen van het uitgeleende kapitaal aan één of meerdere obligatiehouders (schending van de terugbetalingsverplichting);
2. het niet of niet tijdig terugbetalen van de bedongen interest aan één of meerdere obligatiehouders (schending van de vergoedingsverplichting); en
3. schending van de overeengekomen *covenants*.

In de praktijk zullen deze gevallen van wanprestatie in de uitgiftevoorwaarden zo goed als altijd worden opgenomen onder ‘*events of default*’. Men ziet dat in de Belgische praktijk

³⁷⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 187-188, nr. 402.

³⁷⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 187, nr. 400.

³⁷⁶ X, *Covenant*, <https://www.investopedia.com/terms/c/covenant.asp> (Consultatie 13 november 2017).

onder deze *events of default* geen onderscheid wordt gemaakt tussen deze contractuele wanprestaties en ontbindende voorwaarden.³⁷⁷ Bijgevolg is een mogelijk gevolg van dergelijke contractuele wanprestaties, de vervroegde terugbetaling van de obligatielening ten aanzien van de obligatiehouders die zich op dit beding beroepen.³⁷⁸

2. Cross-default

139. Een *cross-default-clausule*³⁷⁹ zorgt ervoor dat een inbreuk op een andere (krediet)overeenkomst of obligatielening door de emittent, garant of dochtervennootschap een *event of default* uitmaakt in de obligatieleningsovereenkomst waarin deze *cross-default* is opgenomen.³⁸⁰ Hierdoor zal een tekortkoming tegenover andere schuldeisers een wanprestatie uitmaken volgens de uitgiftevoorwaarden van de obligatielening waarin deze is opgenomen

³⁷⁷ Voor een bespreking van *events of default* die een ontbindende voorwaarde uitmaken en de gevolgen hiervan voor de obligatielening, kan worden verwezen naar Hoofdstuk III (zie *supra* nrs. 99-102).

³⁷⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 214-215, nr. 449.

³⁷⁹ Voorbeelden van dergelijke clausules kunnen onder andere worden teruggevonden in Prospectus La Lorraine Bakery Group NV (d.d. 3 december 2013), 61 (waarin als ‘Geval van wanprestatie’ wordt beschouwd: “*Wanprestatie met betrekking tot andere Relevante Schulden: (i) Enige huidige of toekomstige Relevante Schuld (andere dan de Obligaties) van de Emittent, enige Garant of van enige Materiële Dochtervennootschap (hoofdsom, interest of enig ander bedrag) wordt niet betaald op de betrokken betaaldatum daarvan of, desgevallend, na het verstrijken van enige toepasselijke of toegestane termijn van respijt of uitstel; of (ii) enige huidige of toekomstige Relevante Schuld (andere dan de Obligaties) van de Emittent, enige Garant of van enige Materiële Dochtervennootschap wordt of worden betaalbaar gesteld door de kredietverleners of wordt of worden van rechtswege betaalbaar gesteld krachtens de toepasselijke overeenkomst vóór haar opgegeven vervaldatum of betaaldatum als gevolg van een wanprestatie (ongeacht de wijze waarop die gedefinieerd of omschreven is); (iii) een schuldeiser van de Emittent, enige Garant of van enige Materiële Dochtervennootschap verkrijgt het recht om enige huidige of toekomstige Relevante Schuld (andere dan de Obligaties) onmiddellijk betaalbaar te verklaren vóór haar opgegeven vervaldatum of betaaldatum als gevolg van een wanprestatie (ongeacht de wijze waarop die gedefinieerd of omschreven is) op voorwaarde dat (x) een dergelijke wanprestatie niet is geredimeerd binnen een periode van 15 Werkdagen (of een langere periode zoals overeengekomen tussen de betrokken schuldeiser en de Emittent of de relevante Garant of Materiële Dochtervennootschap) of (y) de relevante schuldeisers niet hebben verzaakt aan het inroepen van een dergelijke wanprestatie binnen een periode van 10 Werkdagen; (...)*”) en Prospectus VGP NV (d.d. 18 november 2013), 68: (waarin als ‘Event of Default’ wordt beschouwd: “*Cross-Default of the Issuer or a Subsidiary: at any time, (i) any Financial Indebtedness of the Issuer or any Subsidiary is not paid when due or, as the case may be, within any originally applicable grace period; (ii) any Financial Indebtedness of the Issuer or any Subsidiary is declared to be or otherwise becomes due and payable prior to its specified maturity as a result of an event of default (however described); (iii) any commitment for any Financial Indebtedness of the Issuer or any Subsidiary is cancelled or suspended by any creditor as a result of an event of default (however described); or (iv) any creditor of the Issuer or any Subsidiary becomes entitled to declare any Financial Indebtedness of the Issuer or any Subsidiary due and payable prior to its specified maturity as a result of an event of default (however described), provided that no Event of Default under this paragraph (d) will occur if the aggregate amount of Financial Indebtedness or commitment for Financial Indebtedness falling within this paragraph (d) (i) through (iv) is less than EUR 20,000 (or its equivalent in other currency);*”).

³⁸⁰ D. BRULOOT, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers: een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van schuldeisersbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, 415, nr. 607; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 217-218, nr. 457.

en zal de obligatiehouder die een beroep doet op dit beding de ontbinding kunnen vorderen. Het niet kunnen voldoen van een andere schuld dan deze onder de obligatielening, kan een indicatie zijn voor mogelijke financiële problemen. Wanneer in dat geval in de uitgiftevoorwaarden een *cross-default*-clausule is opgenomen, kan de obligatiehouder de ontbinding vorderen waardoor hij een vervroegde terugbetaling bekommt en zo aan een mogelijke samenloopsituatie in geval van faillissement kan ontsnappen. Dergelijke clausule is wel degelijk in het voordeel van de obligatiehouders en de emittent doet er goed aan om dergelijke clausules niet te talrijk op te nemen in zijn financieringsovereenkomsten. Een wanprestatie in één contractuele verhouding is genoeg om een domino-effect te veroorzaken en zo de opeisbaarheid van alle financieringsovereenkomsten met zich mee te brengen.³⁸¹ In het geval de emittent dan geconfronteerd wordt met financiële moeilijkheden, zou het opnemen van *cross-default*-clausules in (vele) verschillende financieringsovereenkomsten kunnen leiden tot een sneller intreden van het faillissement. Dit is vanuit het standpunt van de obligatiehouder dan weer minder interessant, aangezien deze in geval van faillissement geen bevoorrechte schuldeiser is.

De uitwerking van de *cross-default*-clausule kan wel worden getemperd door deze te beperken tot wanbetaling bij andere obligatieleningen uitgegeven door de emittent of door te bepalen dat de clausule pas uitwerking krijgt bij de overschrijding van een bepaald minimumbedrag³⁸² van de schuld.³⁸³ Op die manier zal er zich mogelijks een domino-effect voordoen met betrekking tot de lopende obligatieleningen uitgegeven door de emittent, maar blijven andere financieringsovereenkomsten buiten schot.

³⁸¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 217-218, nr. 457; X, *Cross-default*, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com> (Consultatie op 17 november 2017).

³⁸² Een voorbeeld van dergelijke clausule kan onder andere gevonden worden in Prospectus D.E.M.E. NV (d.d. 22 januari 2013), 62: “*Wanprestatie met betrekking tot andere Relevante Schulden: (...) op voorwaarde dat het bedrag van de Relevante Schulden waarnaar verwezen wordt in paragrafen (A) en (B) hierboven, in totaal, hoger is dan EUR 5.000.000 (of haar equivalent in andere munteenheden).*”.

³⁸³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 217-218, nr. 457; D. CASTELEIN, “Material Adverse Change-clausules (MAC)” in G.-L. BALLON, H. DE DECKER; V. SAGAERT, E. TERRYIN, B. TILLEMANN en A.-L. VERBEKE (eds.), *Gemeenrechtelijke clausules*, Antwerpen, Intersentia, 2013, 1265.

B. GEVOLGEN VAN WANPRESATIE

1. Niet-betaling ontleende kapitaal of vergoeding

140. De belangrijkste drijfveer voor beleggers om te beleggen in obligaties, is het feit dat er op bepaalde momenten een vergoeding (veelal een rente) zal worden uitgekeerd en ze op het einde van de looptijd hun uitgeleende kapitaal terugkrijgen. Maar wanneer de emittent zijn vergoedings- en terugbetalingsverplichting miskent, begaat deze een contractuele wanprestatie. De vraag die zich dan stelt is wat de obligatiehouder hiertegen kan doen en welke zijn rechten zijn. De gevolgen van wanprestatie zullen besproken worden in een context waar er nog geen sprake is van insolventie in hoofde van de emittent.

1.1. Ingebrekestelling

141. Wanneer een obligatiehouder geconfronteerd wordt met een niet-betaling van de vergoeding of het ontleende kapitaal, dewelke dus contractuele wanprestaties uitmaken, zal deze pas na de ingebrekestelling zijn rechten kunnen doen gelden en zal pas dan een mogelijke sanctie aan de emittent kunnen worden opgelegd. Dit komt omdat de ingebrekestelling een formele aanmaning is waarmee de schuldeiser (obligatiehouder) op een duidelijk en ondubbelzinnige wijze aanspraak maakt op de nakoming door de schuldenaar (emittent) van zijn verbintenissen.³⁸⁴ Bijgevolg is de ingebrekestelling niet louter een rechtsfeit, maar dient te worden beschouwd als een (eenzijdige) rechtshandeling waarmee verschillende rechtsgevolgen beoogd worden zoals de uitvoering in natura, de ontbinding en het beginnen laten lopen van de moratoire interesten.³⁸⁵ De ingebrekestelling is dus de eerste noodzakelijke stap en de obligatiehouder zal hierin uitdrukkelijk het door hem aangewende rechtsmiddel moeten opnemen.³⁸⁶

142. De gemeenrechtelijke regel die terug te vinden is in art. 1139 BW³⁸⁷ met betrekking tot de ingebrekestelling is niet van openbare orde of van dwingend recht.³⁸⁸ Bijgevolg kan er

³⁸⁴ R. VAN RANSBEECK, "Ingebrekestelling" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (147) 148, nr. 1.

³⁸⁵ R. VAN RANSBEECK, "Ingebrekestelling" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (147) 148-149, nrs. 2-3; W. VAN GERVEN en S. COVEMAEKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 594.

³⁸⁶ D. BRULOOT en K. MARESCAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 455, nr. 1003; W. VAN GERVEN en S. COVEMAEKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 169.

³⁸⁷ Art. 1139 BW stelt: "De schuldenaar wordt in gebreke gesteld, hetzij door een aanmaning of door een andere daarmee gelijkstaande akte, hetzij door de overeenkomst zelf, wanneer deze bepaalt dat de schuldenaar zal in gebreke zijn zonder dat enige akte nodig is en door het enkele verschijnen van de vervaltijd."

in de uitgiftevoorwaarden van de obligatielening worden afgeweken van de vereiste van ingebrekestelling en kan deze worden wegbedongen.³⁸⁹ Er kan dus in de obligatievoorwaarden worden opgenomen dat de gevolgen die normaal intreden door ingebrekestelling nu zonder aanmaning en van rechtswege toepassing vinden wanneer de emittent zijn verplichtingen tegenover de obligatiehouder niet voldoet.³⁹⁰

143. Als de ingebrekestelling niet wegbedongen en dus vereist is, brengt deze voor de obligatiehouder twee gevolgen met zich mee: vanaf de ingebrekestelling zal, wanneer de obligatie in een buitenlandse munt is uitgedrukt, het verlies dat voortkomt uit de devaluatie van de munt voor rekening van de emittent zijn.³⁹¹ Daarnaast zal, aangezien het bij een obligatielening gaat over de verbintenis van de emittent tot het betalen van een bepaalde geldsom, art. 1153, eerste lid BW van toepassing zijn en zullen vanaf de ingebrekestelling de moratoire interesten beginnen lopen. Deze moratoire interesten gelden als vergoeding voor de schade die de obligatiehouder zou hebben opgelopen wegens de vertraging van de emittent in de uitvoering van diens verbintenissen.³⁹² Wanneer er niets anders is bedongen in de uitgiftevoorwaarden, wordt de wettelijke interest toegepast.³⁹³ De obligatiehouder moet zijn werkelijk geleden schade niet bewijzen.

Wanneer de vereiste van ingebrekestelling is wegbedongen in de uitgiftevoorwaarden, begint de moratoire interest in het voordeel van de obligatiehouder te lopen vanaf de dag waarop de

³⁸⁸ R. VAN RANSBEECK, "Ingrekestelling" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (147) 157, nr. 12; W. VAN GERVEN en S. COVEMAERKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 597.

³⁸⁹ Een voorbeeld van dergelijk beding kan worden teruggevonden in Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 79: "**Gevallen van Wanprestatie:** Indien één of meerdere van de volgende gebeurtenissen (elk, een Wanprestatie) zich voordoet, kan een Obligatie, door middel van een door de Obligatiehouder gegeven schriftelijk bericht aan de Emittent op zijn correspondentieadres met kopie aan de Agent, onmiddellijk opeisbaar en terugbetaalbaar worden verklaard tegen de Nominale Waarde samen met vervallen interesten (indien die er zijn) tot de datum van betaling, zonder dat ingebrekestelling of verdere formaliteiten nodig zijn: (...)". De bewoording in dit voorbeeld is nogal ongelukkig gekozen en lijkt zichzelf tegen te spreken: Er wordt gestipuleerd dat er geen ingebrekestelling nodig is, maar opdat de obligatielening onmiddellijk opeisbaar en terugbetaalbaar zou worden, is er wel degelijk een schriftelijk bericht aan de emittent nodig. Hier lijkt het wel of er een schriftelijke aanmaning nodig is opdat de obligatiehouder uitvoering in natura kan bekomen. Bijgevolg is er wel degelijk sprake van een aanmaning en vinden de gevolgen niet van rechtswege plaats. Om dan te stipuleren dat er geen ingebrekestelling nodig is, kan voor verwarring zorgen.

³⁹⁰ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 455, nr. 1004.

³⁹¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 455-456, nr. 1005; W. VAN GERVEN en S. COVEMAERKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 599.

³⁹² R. VAN RANSBEECK, "Ingrekestelling" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (147) 161-162, nr. 18.

³⁹³ R. VAN RANSBEECK, "Ingrekestelling" in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (147) 161-162, nr. 18; W. VAN GERVEN en S. COVEMAERKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 599.

gedwongen tenuitvoerlegging van de verplichtingen door de emittent materieel onmogelijk zijn geworden.³⁹⁴

1.2. Rechtsmiddelen obligatiehouder

144. In het geval de vereiste van ingebrekestelling niet is wegbedongen, zal de obligatiehouder die geconfronteerd wordt met een wanprestatie in deze ingebrekestelling laten weten aan de emittent welk rechtsmiddel hij wenst aan te wenden. De obligatiehouder zal in de meeste gevallen kunnen kiezen uit volgende twee rechtsmiddelen: de uitvoering in natura of bij equivalent (zie *i*) of de ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst (zie *ii*).³⁹⁵ De keuzemogelijkheid van de obligatiehouder is een individueel recht van deze en het recht om de ontbinding van obligatielening te vragen kan hem niet ontnomen worden door de AVO.³⁹⁶

i. Uitvoering in natura of bij equivalent

145. Indien de uitvoering van de overeenkomst nog mogelijk is en daarnaast de keuze voor uitvoering in natura geen rechtsmisbruik van de obligatiehouder uitmaakt, kan de obligatiehouder deze sanctie vorderen.³⁹⁷ Als de emittent vindt dat er sprake is van rechtsmisbruik door de keuze van de obligatiehouder voor een uitvoering in natura, heeft de emittent de mogelijkheid om naar de rechter te stappen. Indien de rechter van oordeel is dat er sprake is van rechtsmisbruik, kan deze de ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst uitspreken.³⁹⁸ Voorheen werd er in geval van rechtsmisbruik door de rechter overgegaan tot een veroordeling bij equivalent.³⁹⁹

³⁹⁴ R. VAN RANSBEECK, “Ingrekestelling” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (147) 161-162, nr. 18.

³⁹⁵ De keuze van rechtsmiddelen door de benadeelde partij zijn wat obligatieleningen betreft wettelijk verankerd in art. 244, tweede lid W.Venn. (betreffende de BVBA) en art. 487, tweede lid W.Venn. (betreffende de NV en Comm. VA). Beide artikelen bepalen dat in geval één van beide partijen haar verbintenis niet nakomt, dat “(...) *De partij jegens wie de verbintenis niet is uitgevoerd, de keuze heeft om ofwel de andere partij te noodzaken de overeenkomst uit te voeren, wanneer de uitvoering mogelijk is, ofwel de ontbinding van de overeenkomst te vorderen, met schadevergoeding*”.

³⁹⁶ N. DELANG, “Commentaar bij artikel 244 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, (99) 101.

³⁹⁷ O. VANDEN BERGHE, “De keuze van de schuldeiser voor de uitvoering in natura boven de ontbinding van de overeenkomst”, *AJT* 1999-00, (511) 513, nr. 9.

³⁹⁸ Zie Cass. 16 januari 1989, *RW* 1987-1988, 1470, noot A. VAN OEVELEN; O. VANDEN BERGHE, “De keuze van de schuldeiser voor de uitvoering in natura boven de ontbinding van de overeenkomst”, *AJT* 1999-00, (511) 513-514, nr. 12.

³⁹⁹ S. STIJNS, *Verbintenissenrecht. Boek I.*, Brugge, die Keure, 2005, 173, nr. 243.

146. Veelal zal de obligatiehouder liever een uitvoering in natura of bij equivalent bekomen, dan de overeenkomst te laten ontbinden. Bij het intekenen op een obligatielening wordt de belegger onder andere gedreven door de (periodieke) vergoeding die men verkrijgt voor het ter beschikking stellen van zijn kapitaal aan de emittent. Bij ontbinding zullen enkel nog de vervallen interesten verschuldigd zijn en bekomt men de vervroegde terugbetaling van het kapitaal. Wanneer de ontbinding zich vroeg tijdens de looptijd voordoet, zal de belegger-obligatiehouder zo heel wat interesten mislopen. Als het dan mogelijk is om gewoon de uitvoering in natura of bij equivalent te bekomen, geniet dit vanuit de positie van de obligatiehouder dan ook de voorkeur. Dergelijke analyse gaat niet op wanneer de wanprestatie het gevolg is van gekende financiële problemen van de emittent en zal de obligatiehouder toch opteren voor een ontbinding, waarbij de emittent wel een schadevergoeding verschuldigd is.⁴⁰⁰

Er dient op gewezen te worden dat, ook al voorzien de uitgiftevoorwaarden in een uitdrukkelijk ontbindend beding of een schadebeding, de obligatiehouder wel nog steeds het recht heeft om de uitvoering in natura te vorderen.⁴⁰¹

147. Als de obligatiehouder de uitvoering in natura of bij equivalent van de obligatieleningsovereenkomst eist, zal de emittent worden gedwongen om de op dat moment vervallen bedragen te gaan voldoen. Het nog niet vervallen kapitaal en de nog niet vervallen interesten zullen pas op de contractueel bepaalde vervaldagen opeisbaar worden.⁴⁰² Indien de emittent deze bedragen heeft voldaan, zal er dus geen ontbinding zijn van de obligatieleningsovereenkomst en zal deze gewoon blijven verder lopen tot op het einde van de looptijd.

ii. Ontbinding

148. Indien de wanprestatie van de emittent voldoende ernstig is, kan de obligatiehouder de ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst vorderen. De ontbinding heeft enkel betrekking op de individuele overeenkomst die de obligatiehouder met de emittent heeft. Pas wanneer alle obligatiehouders de ontbinding vorderen, zou dit het einde van de

⁴⁰⁰ Zie *infra* nrs. 156-162.

⁴⁰¹ S. STIJNS, *Verbintenissenrecht. Boek I.*, Brugge, die Keure, 2005, 173, nr. 243.

⁴⁰² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 456, nr. 1007.

overkoepelende obligatieleningsovereenkomst betekenen. De twee Belgische regimes die relevant zijn inzake de ontbinding van wederkerige overeenkomsten ingevolge wanprestatie is enerzijds het wettelijke regime van gerechtelijke ontbinding (art. 1184 BW) en anderzijds het conventionele regime waarbij de partijen hebben voorzien in een uitdrukkelijk ontbindend beding dat een buitengerechtelijke ontbinding mogelijk maakt.⁴⁰³ De twee regimes zullen in het kader van de obligatielening ook van toepassing zijn, maar dienen in deze context wel genuanceerd te worden aangezien in zo goed als alle gevallen sprake is van een eenzijdige overeenkomst en art. 1184 BW niet van toepassing is.

a) Stilzwijgend ontbindend beding

149. De kwalificatie als verbruiklening brengt met zich mee dat de obligatielening als een zakelijke en eenzijdige overeenkomst moet worden gezien. Bijgevolg wordt de toepassing van het stilzwijgende ontbindend beding vervat in artikel 1184, eerste lid BW in het kader van obligatieleningen uitgesloten, aangezien dit artikel enkel van toepassing is op wederkerige overeenkomsten.⁴⁰⁴ Nochtans zal bij een wanprestatie van de emittent in het kader van obligatieleningen de obligatiehouder niet enkel de uitvoering in natura of bij equivalent van de overeenkomst kunnen vorderen, maar ook de ontbinding met schadevergoeding. Dit is het gevolg van de artikelen 244, eerste lid en 487, eerste lid W.Venn., die het stilzwijgend ontbindend beding van artikel 1184, eerste BW van toepassing verklaren op obligatieleningsovereenkomsten die worden gesloten door respectievelijk de BVBA en de NV en Comm. VA.⁴⁰⁵ De regels van het Wetboek van vennootschappen die hierin voorzien, moeten worden gezien als *lex specialis* ten opzichte van het gemeen recht.⁴⁰⁶

⁴⁰³ S. STIJNS, *Verbintenissenrecht. Boek I.*, Brugge, die Keure, 2005, 191, nr. 267; G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 45-46.

⁴⁰⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 14, nr. 27.

⁴⁰⁵ G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 46; N. DELANG, “Commentaar bij artikel 244 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, (99) 100; Zie ook D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 14, nr. 29; BRULOOT en MARESCEAU beargumenteren in dit randnummer dat ondanks het ontbreken van een expliciete wettelijke bepaling voor de V.O.F. en de CVBA, het stilzwijgend ontbindend beding volgens hen ook op obligatieleningen uitgegeven door deze vennootschapsvormen van toepassing is. Ze verwijzen hierbij onder andere naar het feit het niet voorzien in een stilzwijgend ontbindend beding voor deze vennootschapsvormen niet strookt met de bedoeling van de wetgever. Voor een uitgebreidere argumentatie kan verwezen worden naar D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 157-158, nr. 343.

⁴⁰⁶ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 17-18, nr. 37.

150. Indien de obligatiehouder de individuele obligatielening wenst te ontbinden, is er een tussenkomst van de rechter vereist. Dit volgt uit de artikelen 244, derde lid en 487, derde lid W.Venn, waarbij uitdrukkelijk wordt bepaald dat “*de ontbinding in rechte moet gevorderd worden*”. Het gaat dus over een gerechtelijke ontbinding, waarbij de rechter zich dient uit te spreken over de zwaarwichtigheid van de inbreuk op de uitgiftevoorwaarden.⁴⁰⁷ De rechter kan naargelang de omstandigheden de emittent uitstel geven om zijn contractuele verplichtingen te voldoen⁴⁰⁸ of kan de ontbinding uitspreken indien hij van oordeel is dat de niet-betaling van de opeisbare interesten en het ontleende kapitaal een essentiële schending van de obligatielening uitmaken. De rechtspraak stelt vast dat de toepassing van het stilzwijgend ontbindend beding gerechtvaardigd is, wanneer de obligatiehouder zich hierop beroept indien de emittent niet overgaat tot de regelmatige uitkering van de interest of de terugbetaling van het kapitaal, dewelke essentiële kenmerken van de obligatielening uitmaken.⁴⁰⁹

b) Uitdrukkelijk ontbindend beding

151. Aangezien de uitgiftevoorwaarden veelal zullen voorzien in uitdrukkelijk ontbindend bedingen, zal de obligatiehouder zich in de praktijk niet vaak op het stilzwijgend ontbindend beding (artikel 244 en 487 W.Venn.) moeten beroepen. Artikel 1184 BW en bijgevolg ook de artikelen 244 en 487 W.Venn. worden niet geacht van openbare orde of van dwingend recht te zijn en er kan bijgevolg dus van worden afgeweken in de uitgiftevoorwaarden.⁴¹⁰ De niet-terugbetaling van het kapitaal en de schending van de vergoedingsverplichting zullen in de praktijk worden opgenomen onder ‘*Events of Default*’ in de uitgiftevoorwaarden en deze kunnen de buitengerechtelijke ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst met zich meebrengen.⁴¹¹ In de Belgische praktijk ziet men in openbare uitgiftes dat zowel contractuele wanprestaties (bv. het niet betalen van het uitgeleende kapitaal en de interest op de

⁴⁰⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 456-457, nr. 1008, W. VAN GERVEN en S. COVEMAEKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 197-198.

⁴⁰⁸ Dit volgt ook uit de artikelen 244, derde lid en 487, derde lid W.Venn.

⁴⁰⁹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 456-457, nr. 1008; N. DELANG, “Commentaar bij artikel 244 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, (99) 101. In beide wordt verwezen naar Kh. Brussel 23 maart 1901, *Rev.Prat.Soc.* 1901, 142 en Brussel 30 december 1903, *Rev. Prat.Soc.* 1904, 75.

⁴¹⁰ L. CORNELIS, *Algemene theorie van de verbintenis*, Intersentia, Antwerpen, 2000, 761.

⁴¹¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 14, nr. 28.

vervaldatum), als ontbindende voorwaarden (vb. faillissement, insolventie, vereffening, herstructurering, samenloop, reorganisatie, ...) als een *event of default* worden beschouwd.⁴¹²

152. Het inschrijven van uitdrukkelijk ontbindende bedingen in de uitgiftevoorwaarden heeft als voordeel dat er niet naar de rechter moet worden gegaan en dat er geen voldoende zwaarwichtig wanprestatie moet worden aangetoond.⁴¹³ Dit brengt een zekere efficiëntie met zich mee in het geval vele obligatiehouders de ontbinding willen voor dezelfde wanprestatie begaan door de emittent. In tegenstelling tot het stilzwijgend ontbindend beding waar er *a priori* een rechterlijke controle wordt doorgevoerd, is het Hof van Cassatie van oordeel dat er inzake uitdrukkelijk ontbindende bedingen slechts sprake is van een rechterlijke controle *a posteriori*.⁴¹⁴ De partijen zullen veelal in volgende omstandigheden en om volgende redenen de rechter adiëren: (i) indien de emittent van oordeel is dat de obligatiehouder onterecht een beroep heeft gedaan op het uitdrukkelijk ontbindend beding (vaak bij betwisting over het al dan niet vervuld zijn van de voorwaarden van het beding) en (ii) de obligatiehouder(s) die een beroep hebben gedaan op het beding, dit door de rechter bekrachtigd willen zien.⁴¹⁵ Door deze bekrachtiging bekomen de obligatiehouders een uitvoerbare titel die hen toelaat om restituties en/of bijkomende schadevergoedingen af te dwingen.

153. De obligatiehouder kan de ontbinding van de obligatieleningovereenkomst op grond van een uitdrukkelijk ontbindend beding maar bekomen, nadat hij de emittent ingebreke heeft

⁴¹² Zie *supra* nr. 99.

⁴¹³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 457, nr. 1009; W. VAN GERVEN en S. COVEMAERKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 202-203.

⁴¹⁴ Zie hierover de twee arresten van het Hof van Cassatie van 2 mei 2002: Cass. 2 mei 2002, AR C.99.0277.N en Cass. 2 mei 2002, AR C.01.0185.N. Deze twee arresten hebben betrekking op art. 1184, derde lid BW maar de redenering en stellingen kunnen worden doorgetrokken voor de artikelen 244, derde lid en 487, derde lid W.Venn.

⁴¹⁵ Er dient echter gewezen te worden op het feit dat er discussie bestaat in de rechtsleer: VAN OEVELEN en STIJNS stellen dat de buitengerechtljke ontbinding juridisch een einde maakt aan de overeenkomst en dat een beroep op de rechter louter een mogelijkheid is (Zie hierover A. VAN OEVELEN, “De buitengerechtljke ontbindingsverklaring van wederkerige overeenkomsten wegens wanprestatie door het Hof van Cassatie aanvaard (noot onder Cass. 2 mei 2002)”, *RW* 2002-03, 505-506 en S. STIJNS, “De buitengerechtljke ontbinding wegens wanprestatie in wederkerige overeenkomsten: door het Hof van Cassatie erkend, doch tegelijk miskend”, *TBBR* 2003, afl. 5, 268, nr. 35). BAECK en CORNELIS zijn dan weer de mening toegedaan dat de eenzijdige ontbinding louter een feitelijke toestand doet ontstaan, waarbij er nadien een gerechtelijke procedure tot ontbinding volgt (Zie hierover J. BAECK, “(Feitelijk?) vooruitlopen op de vernietiging en de ontbinding van contracten”, *TPR* 2008, 357-359, nr. 43 en L. CORNELIS, “De ontbinding: het treurige einde van een mooi verhaal?” in P. ARNOU, B. TILLEMANN en M., BOES (eds.), *Sancties en nietigheden*, Brussel, Larcier, 2003, 251-253).

gesteld.⁴¹⁶ Er dient aan herinnerd te worden dat de vereiste van ingebrekestelling kan worden wegbedongen in de uitgiftevoorwaarden. Vaak wordt er in het geval van een *event of default*, dus ook de gevallen die een wanprestatie in de enge zin van het woord uitmaken, voorzien in respijttermijn of ‘*grace period*’.⁴¹⁷ Hierbij krijgt de emittent de mogelijkheid om binnen de gestelde termijn zijn verzuim te gaan zuiveren en de wanprestatie ongedaan te maken. Zo krijgt hij de mogelijkheid om de vroegtijdige beëindiging van de individuele obligatieovereenkomst met de obligatiehouder, die zijn wil om te ontbinden te kennis heeft gegeven aan de emittent, te voorkomen.⁴¹⁸ *De facto* zal dit neerkomen op het betalen van de vervallen interesten en/of de terugbetaling van het ingelegde kapitaal.

c) Gevolgen van de ontbinding

154. De gevolgen van de ontbinding op grond van het stilzwijgend ontbindend beding (gerechtelijke ontbinding), dan wel op grond van uitdrukkelijk ontbindende bedingen (buitengerechtelijke ontbinding) zijn dezelfde. In beginsel heeft de ontbinding terugwerkende kracht (werking *ex tunc*) en dit tot het moment van contractsluiting.⁴¹⁹ De contractspartij die zich op de ontbinding beroept, dient teruggeplaatst te worden in de situatie waarin deze zich zou bevonden hebben, indien ze niet had gecontracteerd. De reeds gedane prestaties moeten worden teruggegeven.⁴²⁰ Voor de obligatieleningsovereenkomst betekent dit concreet dat er een vervroegde terugbetaling dient te gebeuren door de emittent van het saldo van het kapitaal, waarbij er een schuldvergelijking plaatsvindt met de door de obligatiehouder ontvangen interesten.⁴²¹ Aan deze ontbinding zal veelal ook een schadevergoeding gekoppeld zijn.⁴²² Er dient op gewezen te worden dat de ontbinding enkel zal leiden tot de vervroegde

⁴¹⁶ Zie *supra* nrs. 141-143.

⁴¹⁷ Voorbeeld van dergelijke *grace period* kan onder andere gevonden worden in Prospectus Proximus NV (d.d. 2 september 2015), 62-63: “a) *if default is made in the payment in the Specified Currency of any principal or interest due in respect of the Notes or any of them and the default continues for a period of 5 days in the case of principal and 10 days in the case of interest; or b) if the Issuer fails to perform or observe any of its other obligations under the Conditions and the failure continues for the period of 30 days next following the service by a Noteholder on the Issuer of notice requiring the same to be remedied; (...)*”.

⁴¹⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 217, nr. 456.

⁴¹⁹ G. POPPE, “Commentaar bij artikel 485 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, losbl.; W. VAN GERVEN en S. COVEMAEKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 206-207; G. POPPE en C. PIETTE, “Obligaties” in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 46.

⁴²⁰ Cass. 4 juni 2004, AR C.03.0408.F.

⁴²¹ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 457-458, nr. 1010.

⁴²² Zie *infra* nrs. 161-162.

terugbetaling van de individuele overeenkomst met de obligatiehouder die zich op de ontbinding beroept en dat de overkoepelende obligatieleningsovereenkomst blijft verder bestaan. Pas wanneer alle obligatiehouders zich op de ontbinding zouden beroepen, brengt dit het einde van de gehele obligatielening met zich mee.

155. De principiële terugwerkende kracht van de ontbinding kent in de context van obligatieleningen twee belangrijke uitzonderingen. Ten eerste zijn de regels hierover niet van dwingend recht en er kan bijgevolg contractueel worden afgeweken van de retroactieve werking van de ontbinding.⁴²³ Ook al gaat het bij obligatielening veelal over duurovereenkomsten (zie tweede uitzondering), toch ziet men in de praktijk dat in zo goed als alle uitgiftevoorwaarden een clausule terug te vinden is die de retroactieve werking van de ontbinding gaat wegbedingen.⁴²⁴ Het voorzien van zulke clausule is, doordat een obligatielening veelal een duurovereenkomst is, eigenlijk niet nodig. De opname van dergelijke clausule in de uitgiftevoorwaarden zorgt wel voor duidelijk: de obligatiehouder zal op het moment van ontbinding recht hebben op het ontleende kapitaal en de op dat moment vervallen interesten. Deze clausule heeft wel een toegevoegde waarde met betrekking tot de interesten die op de dag van de ontbinding nog niet vervallen zijn, maar wel betrekking hebben op de periode waarin de emittent het kapitaal heeft ontleend. De obligatiehouder heeft hier dan recht op de interesten *pro rata* de ontleende periode.⁴²⁵

Ten tweede is er door de rechtspraak voorzien in een uitzondering op de retroactieve werking van de ontbinding in geval van duurovereenkomsten.⁴²⁶ Deze uitzondering kan ook worden toegepast op de obligatielening, aangezien deze veelal duurovereenkomsten of overeenkomsten met een opeenvolgende prestatie zijn. Dit is het geval indien de obligatielening voorziet in bijvoorbeeld een maandelijkse aflossing van het ontleende kapitaal

⁴²³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 457-458, nr. 1010; L. CORNELIS, “De ontbinding: het treurige einde van een mooi verhaal?” in P. ARNOU, B. TILLEMANN en M. BOES (eds.), *Sancties en nietigheden*, Brussel, Larcier, 2003, 257.

⁴²⁴ Een van de vele voorbeelden van dergelijke clausules kan onder andere worden teruggevonden in Prospectus De Ceuninck NV (d.d. 17 november 2015), 79: “*Indien één of meerdere van de volgende gebeurtenissen (elk, een Wanprestatie) zich voordoet, kan een Obligatie, door middel van een door de Obligatiehouder gegeven schriftelijk bericht aan de Emittent op zijn correspondentieadres met kopie aan de Agent, onmiddellijk opeisbaar en terugbetaalbaar worden verklaard tegen de Nominale Waarde samen met vervallen interesten (indien die er zijn) tot de datum van betaling (...)*”.

⁴²⁵ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 458, vn. 908.

⁴²⁶ Cass. 24 januari 1980, *Pas.* 1980, 581; Cass. 31 januari 1991, *Pas.* 1991, 520.

of de maandelijkse betaling van couponinteressen.⁴²⁷ Voor deze overeenkomsten werkt de ontbinding enkel voor de toekomst (*ex nunc*)⁴²⁸, vanaf de vordering tot ontbinding ingesteld door de obligatiehouder en werkt dus niet terug tot op het moment van de contractsluiting.

1.3. Bijkomende schadevergoeding

i. Uitvoering in natura of bij equivalent

a) Geen schadebeding in uitgiftevoorwaarden

156. Wanneer er contractueel niets is overeengekomen in de uitgiftevoorwaarden met betrekking tot de nalatighedsinteressen, dient er gekeken te worden naar artikel 1153, eerste lid BW. Dit artikel stelt dat indien de verbintenis enkel betrekking heeft op de betaling van een bepaalde geldsom, de schadevergoeding voor deze laattijdige betaling nooit uit iets anders mag bestaan dan de wettelijke interest. Vanaf de ingebrekestelling, tenzij deze verplichting in de uitgiftevoorwaarden is wegbedongen⁴²⁹, is de emittent enkel de wettelijke interest verschuldigd indien er niet is voorzien in een schadebeding in de uitgiftevoorwaarden.

b) Wel schadebeding in uitgiftevoorwaarden

157. Indien de obligatiehouder naar aanleiding van de niet-terugbetaling van het uitgeleende kapitaal of de niet-betaling van de interesten door de emittent, niet de ontbinding maar wel de uitvoering in natura of bij equivalent vordert, zal er altijd sprake zijn van een laattijdige betaling. Bij de laattijdige betaling van de interesten (vergoeding) kan worden voorzien in de verhoging van de interesten die door de emittent dienen te worden betaald. Daarnaast kan voorzien zijn in een schadebeding wegens laattijdige betaling van de kapitaalaflossingen. Op beide gevallen van laattijdige betaling zijn andere regels van toepassing.

158. Met betrekking tot de laattijdige betaling van de interesten, kan in de uitgiftevoorwaarden op een geldige wijze worden voorzien in een renteverhogingsbeding.

⁴²⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 457-458, nr. 1010.

⁴²⁸ S. STIJNS, *Verbintenissenrecht. Boek I.*, Brugge, die Keure, 2005, 206, nr. 289.

⁴²⁹ Art. 1153, derde lid BW vereist voor het beginnen lopen van de wettelijke interest een ingebrekestelling, behalve in het geval hier contractueel van wordt afgeweken.

Dergelijke bedingen zijn niet in strijd met de openbare orde.⁴³⁰ Uit artikel 1139 BW volgt dat eens is voorzien in een renteverhogingsbeding in de uitgiftevoorwaarden, dit deel uitmaakt van de overeenkomst tussen de partijen en er geen afzonderlijke ingebrekestelling meer nodig is.⁴³¹ Het vrij bepalen van dergelijk renteverhogingsbeding door de partijen, wordt begrensd door artikel 1907, derde lid BW⁴³². Dit artikel stelt dat de verhoging van de interest maximaal 0,5% per jaar kan bedragen op het nog terug te betalen kapitaal.⁴³³ Deze bepaling wil overdreven verhoging van de rente en speculatie op de wanprestatie van de schuldenaar (emittent) uitsluiten.⁴³⁴ Een renteverhogingsbeding in strijd met art. 1907, derde lid BW, leidt niet tot de nietigheid van het betrokken beding, maar de rechter kan overgaan tot de reductie van het beding tot het wettelijke maximum.⁴³⁵

159. De begrenzing van renteverhogingsbedingen in artikel 1907, derde lid BW, is niet toepasselijk op schadebedingen⁴³⁶ die betrekking hebben op laattijdig terugbetalingen van het ontleende kapitaal.⁴³⁷ Wanneer de ontlener (emittent) in gebreke blijft om een van de aflossingen op de overeengekomen vervaldag(en) te voldoen, kan voorzien worden in een forfaitaire vergoeding die de uitlener (obligatiehouder) toekomt.⁴³⁸ Deze forfaitaire vergoeding mag niet té excessief zijn en bijgevolg zullen dergelijke schadebedingen getoetst worden aan het principe van de ‘potentiële schade’ die op het moment van de contractsluiting kon worden voorzien.⁴³⁹ Indien het forfaitaire bedrag voorzien in het schadebeding kennelijk

⁴³⁰ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (123) 127, nr. 7.

⁴³¹ M. DE MUYNCK en M. DE POTTER DE TEN BROECK, “Begrip voor begripsverwarring? Capita selecta inzake de eenzijdige beëindiging van krediet(openingen)” (noot onder Brussel 15 september 2009) in *Bank Fin.R.* 2011, afl.1, (65) 73.

⁴³² Art. 1907, derde lid BW: “*In geen geval mag de verhoging van de interest wegens vertraging in de betaling, een half t.h. per jaar op het verschuldigd gebleven kapitaal overschrijden.*”.

⁴³³ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (123) 127, nr. 7; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 141, nr. 300.

⁴³⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 141, nr. 300.

⁴³⁵ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (123) 127, nr. 8; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 141, nr. 301; M. DE MUYNCK en M. DE POTTER DE TEN BROECK, “Begrip voor begripsverwarring? Capita selecta inzake de eenzijdige beëindiging van krediet(openingen)” (noot onder Brussel 15 september 2009) in *Bank Fin.R.* 2011, afl.1, (65) 73.

⁴³⁶ Art. 1226 BW omschrijft een schadebeding als “ (...) een beding waarbij een persoon zich voor het geval van niet-uitvoering van de overeenkomst verbindt tot betaling van een forfaitaire vergoeding van de schade die kan worden geleden ten gevolge van de niet-uitvoering van de overeenkomst.”.

⁴³⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 163, nr. 355.

⁴³⁸ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (123) 126, nr. 6.

⁴³⁹ Gent 26 september 1980, *RW* 1981-82, 1026; Antwerpen 18 april 2002, *RW* 2003-04, 267.

het bedrag van de potentiële schade te boven gaat, is dit beding niet nietig, maar beschikt de rechter over een matigingsbevoegdheid.⁴⁴⁰ Deze matigingsbevoegdheid van de rechter is terug te vinden in artikel 1231, §1 BW: “*De rechter kan, ambtshalve of op verzoek van de schuldenaar, de straf die bestaat in het betalen van een geldsom verminderen, wanneer die som kennelijk het bedrag te boven gaat dat de partijen konden vaststellen om de schade wegens de niet-uitvoering van de overeenkomst te vergoeden.*”. Hieruit volgt dat de werkelijk geleden schade als ondergrens fungeert.⁴⁴¹

160. In de praktijk zal de emittent veelal voorzien in een *grace period* of respijtermijn in het geval hij zijn financiële verplichtingen tegenover de obligatiehouder niet tijdig nakomt.⁴⁴² Hiermee krijgt de emittent de mogelijkheid om alsnog zijn verplichtingen te voldoen, zonder dat het renteverhogingsbeding en/of het schadebeding uitwerking krijgt.

ii. Ontbinding

161. Indien de obligatiehouder niet de uitvoering in natura of bij equivalent, maar wel de ontbinding van de obligatieleningsovereenkomst vordert, is de juridische analyse toch wat anders.⁴⁴³ Waar er bij de uitvoering in natura of bij equivalent nog steeds sprake is van een leningsovereenkomst, is dit niet het geval na ontbinding. Dit heeft tot gevolg dat de obligatiehouder geen contractueel recht meer heeft op een vergoeding (interest). Meestal betreft de obligatielening een duurovereenkomst of een overeenkomst met opeenvolgende prestaties, namelijk het periodiek verschuldigd zijn van een interest (vergoeding). De obligatiehouder kan in dat geval de uitgevoerde prestaties vóór het moment van ontbinding wel behouden, maar de emittent zal voor deze periode geen bijkomende schadevergoeding verschuldigd zijn.⁴⁴⁴

⁴⁴⁰ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (123) 125-126, nr. 5; W. VAN GERVEN en S. COVEMAERKER, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 189-191.

⁴⁴¹ A. BEECKWEE, “Commentaar bij artikel 1907 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, (123) 125-126, nr. 5; D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 159, nr. 346.

⁴⁴² Voorbeeld van dergelijke *grace period* kan onder andere gevonden worden in Prospectus Proximus NV (d.d. 2 september 2015), 62-63: “a) *if default is made in the payment in the Specified Currency of any principal or interest due in respect of the Notes or any of them and the default continues for a period of 5 days in the case of principal and 10 days in the case of interest;*”.

⁴⁴³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 459-460, nr. 1015.

⁴⁴⁴ *Ibidem.*

Naar analogie met artikel 1153 BW bestaat, ook bij ontbinding, de schadevergoeding in de vertraagde uitvoering uit de wettelijke interest.⁴⁴⁵ In de uitgiftevoorwaarden kan wel een interestbeding met een hogere interestvoet worden bedongen. Echter is artikel 1907, derde lid BW, betreffende de maximale verhoging van de interestvoet ten belope van 0,5% op jaarbasis, op dergelijk interestbedingen niet van toepassing. Na de ontbinding gaat het niet meer over een leningsovereenkomst, maar wel over een vordering op basis van een onverschuldigde betaling of uit een ongerechtvaardigde verrijking.⁴⁴⁶

162. Het recht op een schadevergoeding door ontbinding wegens wanprestatie blijft daarentegen wel behouden voor de obligatiehouder. De uitgiftevoorwaarden kunnen voorzien in een schadebeding, waarbij de schade in het geval van ontbinding forfaitair wordt vastgelegd.⁴⁴⁷ Het inlassen van een schadebeding heeft als voordeel dat de obligatiehouder op het moment van ontbinding de werkelijk geleden schade niet hoeft te bewijzen. Ook dergelijke schadebeding zal de toets van de voorzienbare schade op het ogenblik van contractsluiting moeten doorstaan, wanneer deze betrekking heeft op de contractuele wanprestatie van de emittent. De rechter beschikt dus ook in deze situatie over de matigingsbevoegdheid in artikel 1231, §1 BW.

2. Inbreuken op covenants

163. De inbreuk op een *covenant* opgenomen in de uitgiftevoorwaarden van een obligatielening, maakt een contractuele wanprestatie vanwege de emittent uit: deze heeft de verbintenis om iets te doen of iets niet te doen geschonden.⁴⁴⁸ In dit geval zal er ook een ingebrekestelling dienen te gebeuren door de obligatiehouder, kan deze dezelfde rechtsmiddelen aanwenden als bij de schending van de vergoedingsplicht of de

⁴⁴⁵ J. BAECK, *Restitutie na vernietiging of ontbinding van overeenkomsten*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 319, nr. 496.

⁴⁴⁶ J. BAECK, *Restitutie na vernietiging of ontbinding van overeenkomsten*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 11, nr. 17.

⁴⁴⁷ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 459-460, nr. 1015.

⁴⁴⁸ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 214, nr. 448, G. POPPE en C. PIETTE, "Obligaties" in H. BRAECKMANS e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, I.2.2. – 46.

terugbetalingsplicht en de obligatiehouder heeft mogelijks ook recht op een schadevergoeding.⁴⁴⁹

164. Ook de gevallen van inbreuken op *covenants* zullen veelal worden opgenomen in de lijst met *events of default* in de uitgiftevoorwaarden en er zal door de obligatiehouder weinig een beroep moeten worden gedaan op het stilzwijgend ontbindend beding (artikelen 244 en 487 W.Venn.).⁴⁵⁰ In het geval dat door de obligatiehouder wel een beroep wordt gedaan op het stilzwijgende ontbindend beding, zal ook de niet-naleving van *covenants* als voldoende zwaarwichtig worden gezien om tot een gerechtelijke ontbinding te besluiten.⁴⁵¹ De beoordeling van de rechter zal in deze context wel dienen te gebeuren naar de belangrijkheid van de geschonden *covenant* in het kader van de bescherming van de obligatiehouders.⁴⁵² Maar in de meeste gevallen zal dus een uitdrukkelijk ontbindend beding zijn opgenomen, op grond waarvan een inbreuk op een *covenant* aanleiding zal geven tot de onmiddellijke buitengerechtelijke beëindiging van de obligatieleningsovereenkomst.

165. In de praktijk wordt maar weinig voorzien in een contractueel schadebeding in geval van wanprestatie voortvloeiend uit de schending van *covenants*. Ook al zijn ze dan maar weinig terug te vinden in uitgiftevoorwaarden bij publieke uitgiftes, ze zijn perfect rechtsgeldig voor zover ze niet in meer voorzien dan de potentiële schade die uit de schending van deze *covenants* had kunnen voortvloeien (zie artikel 1231, §1 BW).⁴⁵³ Dus ook in het geval van wanprestatie door de schending van *covenants* beschikt de rechter over een matigingsbevoegdheid met betrekking tot deze schadebedingen.⁴⁵⁴

⁴⁴⁹ Aangezien de gevolgen in geval van inbreuk op *covenants* opgenomen in de uitgiftevoorwaarden door de emittent dezelfde zijn als bij de schending van terugbetaling- en vergoedingsverplichting door de emittent, kan in de context van *covenants* ook verwezen worden naar de bespreking van de gevolgen in de randnummers 140-162.

⁴⁵⁰ Eenzelfde vaststelling kon worden gemaakt bij de miskening van de financiële verplichtingen door de emittent (zie *supra* nr. 151).

⁴⁵¹ Zie *supra* nr. 150.

⁴⁵² D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 456-457, nr. 1008.

⁴⁵³ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 459, nr. 1013.

⁴⁵⁴ D. BRULOOT en K. MARESCEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 214, nr. 448.

Besluit

166. De financieel-economische crisis en het reactieve/responsieve karakter van financiële regulering, hebben ondernemingen in zekere mate gedwongen om na te denken over alternatieve manieren van financiering. Bankfinanciering is vandaag nog steeds de eerste toevlucht voor vele ondernemingen, maar steeds meer onder hen hebben potentieel gezien in alternatieve vormen van financiering zoals crowdfunding en zeker ook het uitgeven van obligaties. Het overzicht van goedgekeurde prospectussen op de website van de FSMA geeft blijk van een stijgende trend in de publieke uitgifte van obligaties. Daar de prospectussen in het geval van private uitgiftes niet moeten worden goedgekeurd door de FSMA en bijgevolg ook niet worden gepubliceerd op hun website, kunnen hierover geen uitspraken worden gedaan in dit besluit.

De stijgende populariteit van publieke uitgiftes is vooral merkbaar bij financiële instellingen, maar strekt zich ook uit over andere - eerder grotere - ondernemingen die in verschillende sectoren actief zijn. Ondernemingen proberen zo op een middellange termijn liquiditeiten te verkrijgen voor het realiseren van bepaalde projecten of ter financiering van hun dagelijkse werking. Het is opvallend dat eenmaal een onderneming is overgegaan tot de publieke uitgifte van een obligatie - en bijgevolg verplichtend een prospectus hierover heeft opgesteld - deze soms verschillende keren overgaat tot een uitgifte. Het prospectus dat werd opgesteld bij een eerste uitgifte en waarin de emittent de nodige middelen heeft geïnvesteerd, wordt dan voor een groot deel gecopy-pastet. Indien deze emittent oog heeft voor timing, kan hij (gedeeltelijk) de terugbetalingsverplichtingen na de looptijd van een eerder uitgegeven obligatie voldoen met de liquiditeiten die men bekomt uit een latere uitgifte.

167. De stijging in het aantal uitgiftes brengt globaal gezien een grotere kans op het voordoen van bepaalde incidenten tijdens de looptijd van obligaties met zich mee. Het feit dat de obligatiehouder een belegger is die met het intekenen op de obligatielening - met verstand van zake - een zeker risico neemt, neemt niet weg dat er moet voorzien zijn in een degelijke bescherming voor deze in het geval bepaalde incidenten zich voordoen. Er is dan ook nood aan een degelijk kader dat in de nodige bescherming voorziet voor zowel emittent als obligatiehouder. Uit het onderzoek in deze masterproef blijkt dat dit kader wordt gevormd door een combinatie van wettelijke bepalingen en hetgeen contractueel wordt bepaald in het

prospectus (uitgiftevoorwaarden). Het wettelijk kader is - naast een beperkt aantal materiële regels die specifiek van toepassing zijn op obligaties - vooral opgebouwd rond de prospectusverplichting, waarmee de wetgever eigenlijk de verdere opbouw van een kader overlaat aan de partijen bij de obligatieleningsovereenkomst. *De facto* zal het prospectus worden opgesteld door de emittent en is er voor degene die willen intekenen op de obligatielening weinig onderhandelingsruimte.

168. De wettelijke bepalingen die louter betrekking hebben op obligaties en relevant zijn in het kader van mogelijke incidenten tijdens de looptijd, zijn dus redelijk beperkt. Het Wetboek van vennootschappen bevat grofweg naast de opsomming van specifieke soorten obligaties (converteerbare, hypothecaire obligaties en obligaties met een premie) maar twee categorieën van regels die van belang zijn: enerzijds wordt voorzien in een stilzwijgend ontbindend beding dat van belang is in het geval van wanprestatie door de emittent en anderzijds de belangrijke bepalingen met betrekking tot de AVO waarbij hun wettelijke bevoegdheid wordt bepaald bij het doorvoeren van wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarden. Met de toekomstige wijzigingen van het vennootschapsrecht in het vooruitzicht zullen, naast de bepalingen over het stilzwijgend ontbindend beding, nu ook de bepalingen die de wettelijke bevoegdheid van de AVO regelen van suppletief recht worden. Hierdoor verwordt de meerderheid van de bepalingen met betrekking tot obligaties in het Wetboek van vennootschappen tot suppletief recht en zullen deze bepalingen maar van toepassing zijn indien hierover niets is bepaald in het prospectus.

De evolutie van het wetgevende kader met betrekking tot obligaties opgenomen in het Wetboek van vennootschappen lijkt een te zijn van versoepeling en het vergroten van de contractuele vrijheid. Door de toekomstige wijzigingen zullen de uitgiftevoorwaarden bepaald in het prospectus van een nog groter belang worden. De evolutie van versoepeling ingegeven door de wetgever valt te begrijpen vanuit de inspanningen tot het promoten van obligaties als alternatieve financieringsvorm met een grote contractuele vrijheid. De vraag of dit ook een positieve evolutie is vanuit het standpunt van zowel de belegger als emittent, zal moeten blijken uit de praktijk na de implementatie van de nieuwe wetgeving. Het verworden van de wettelijke bevoegdheden van de AVO tot bepalingen van suppletief recht, kan voor de emittent wel een vergiftigd geschenk blijken. Het werken via de AVO vergt dan wel heel wat formaliteiten, het is in de eerste plaats ingesteld in het belang van de emittent om zo op een efficiënte manier wijzigingen te kunnen doorvoeren. Indien de emittent beslist om de

bevoegdheden van de AVO volledig uit te sluiten, zou hij zichzelf wel eens in het been kunnen schieten en het doorvoeren van wijzigingen bemoeilijken doordat dan telkens met individuele obligatiehouders zal moeten onderhandeld worden. Wanneer de emittent dan in een financieel moeilijke positie terechtkomt, wordt het snel inspelen op deze negatief gewijzigde omstandigheid ook bemoeilijkt en dit kan ernstige gevolgen met zich meebrengen.

Er kan wel worden gesteld dat het wettelijke kader in het Wetboek van vennootschappen met betrekking tot obligaties misschien wel té beperkt is om de obligatiehouder afdoende te gaan beschermen. Mijns inziens is er meer aandacht nodig in de wetgeving voor de positie van de obligatiehouder in het kader van een vervroegde terugbetaling en zeker in het geval de emittent voor zichzelf een call-optie heeft bedongen. De wetgever zou er volgens mij goed aan doen om een dwingende regeling uit te werken met betrekking tot de gevolgen van zo'n vervroegde terugbetaling en de rechten die de obligatiehouder dan heeft ten aanzien van de emittent. Nu is dit een puur contractuele aangelegenheid die in de uitgiftevoorwaarden eenzijdig door de emittent kan worden geregeld en waarbij de emittent zelf geen reden moet opgeven voor het uitoefenen van de optie. De wetgever zou bijvoorbeeld het principe van een *Make-Whole-Redemption*-clausule verplichtend kunnen maken, om zo de emittent te verplichten om bij een vervroegde terugbetaling de niet-ervallen couponbetalingen toch te voldoen en zo een ontradend effect te creëren. Hierdoor zou de voornaamste beweegreden voor een belegger om in te tekenen op een obligatie behouden blijven en zal deze recht hebben op toekomstige vergoedingen die men zou hebben gehad indien er niet vervroegd zou worden terugbetaald.

169. De kwalificatie van de obligatie als een (verbruik)lening, zorgt voor de toepasselijkheid van de bepalingen opgenomen in het Burgerlijk Wetboek. Dit heeft tot gevolg dat met betrekking tot een groot deel van het wettelijk kader in het licht van mogelijke incidenten naar deze bepalingen moet verwezen worden. De obligatielening heeft toch een zekere specificiteit (cf. collectieve karakter van de lening) ten opzichte van andere leningsovereenkomsten. Het toepassen van de bepalingen opgenomen in het Burgerlijk Wetboek kan dan soms wat artificieel overkomen. Toch zijn deze vaak dwingende bepalingen wel degelijk nuttig en relevant in het kader van incidenten tijdens de looptijd en bieden voor zowel de emittent als de obligatiehouder een houvast.

170. Maar dé houvast voor beide partijen bij een obligatielening is toch wel het prospectus. Het belang van dit document als werkingskader van een publieke uitgifte van obligaties kan niet genoeg worden onderstreept. Het zijn dan ook lijvige en zeer gedetailleerde documenten die zo goed als alle aspecten met betrekking tot de uitgifte en het verdere verloop ervan gaan regelen. In geval van een incident tijdens de looptijd zal er dan ook steevast eerst naar het prospectus moeten gekeken worden, waarin veelal ook het wetgevend kader is verwerkt. Toch worden in het prospectus niet alle bepalingen van het wetgevend kader geëxpliciteerd. De principes en bepalingen met betrekking tot de wederbeleggingsvergoeding in geval van vervroegde terugbetaling, worden bijvoorbeeld vaak niet uitdrukkelijk opgenomen in het prospectus. Deze zijn misschien vanzelfsprekend voor de emittent en sommige obligatiehouders, maar mijns inziens zouden dergelijke bepalingen voor de duidelijkheid en zekerheid uitdrukkelijk moeten worden opgenomen.

Het zijn niet alleen de emittenten zelf die soms hun prospectus copy-pasten in het licht van een nieuwe publieke uitgifte, maar het valt op bij het analyseren van prospectussen van verschillende emittenten, dat men vaak dezelfde opmaak en identieke clausules gaat terugvinden. Als er dan gekeken wordt naar de entiteiten (zoals advocatenkantoren en financiële instellingen) die hebben geholpen bij het opstellen van het prospectus, ziet men vaak dezelfde namen terugkomen en valt het terugkerend karakter van identieke clausules ook niet te verwonderen. Toch zal elke emittent bepaalde noden hebben en accenten willen leggen in het prospectus, dewelke nauw aansluiten bij zijn financieringsbehoefte. Het feit dat de emittent dit kan opnemen in een prospectus en niet gebonden is door een al te strikt wettelijk kader, zorgt voor een zekere flexibiliteit.

De emittent bevindt zich bij het opstellen van het prospectus wel in een sterkere positie dan de obligatiehouders. Deze laatsten zullen veelal enkel de mogelijkheid hebben om de voorwaarden opgenomen in het prospectus te aanvaarden en zullen aanpassingen hieraan enkel kunnen bekomen door individuele onderhandelingen met de emittent. Dit laatste is dan een praktijk die in het kader van publieke uitgiftes zich niet zal voordoen, tenzij men een grote investeerder is die een aanzienlijk aandeel in de totale obligatielening verwerft. Ook al bevindt de emittent zich in een sterke positie bij het opstellen van het prospectus, er zullen niet alleen clausules worden teruggevonden die in zijn voordeel spelen. Dit komt duidelijk tot uiting in hetgeen bepaald is in de prospectussen met betrekking tot de incidenten besproken in deze masterproef. Zo zal de emittent ook vaak voorzien in een recht op vervroegde

opeisbaarheid voor de obligatiehouders, indien hij voorziet in een recht van vervroegde terugbetaling voor zichzelf. Er zal daarnaast ook veelal voorzien zijn in *covenants* waarbij de obligatiehouder zichzelf positieve of negatieve, financiële en informatie- verplichtingen gaat opleggen. Een andere voorbeeld is het opnemen van een *cross-default*-clausule, waarbij een wanprestatie in een andere financieringsovereenkomst - die kan wijzen op mogelijke financiële problemen bij de emittent en mogelijks een voorbode is voor een faillissement - aanleiding kan geven tot een ontbinding van de obligatielening waarin deze is opgenomen en de obligatiehouder zo aan een samenloopsituatie kan ontsnappen. Door rekening te houden met de noden van de obligatiehouders zorgt de emittent voor een evenwichtig en werkbaar prospectus.

171. De conclusie of de combinatie van het wetgevende kader en hetgeen veelal in prospectussen is opgenomen voldoende is om de mogelijke incidenten tijdens de looptijd te kunnen remediëren, is niet zo eenvoudig te maken. Zoals ook uit het opzet van deze masterproef blijkt, zijn de incidenten tijdens de looptijd onderbelicht gebleven in de rechtsleer en het antwoord hierop is dan ook niet in het theoretische kader terug te vinden. Om een concreet antwoord te krijgen op deze vraag zouden er juridische analyses van concrete incidenten in de praktijk zelf dienen gemaakt te worden.

Met betrekking tot de wijzigingen aan de uitgiftevoorwaarden, de vervroegde terugbetaling en wanprestatie buiten faillissement lijkt mij het huidige kader voldoende te zijn om het hoofd te bieden aan de mogelijke problemen. Echter zullen de ernst van het incident en de clausules hierover in het prospectus een grote invloed hebben op het resultaat hiervan. Of daarnaast het huidige kader in het geval van faillissement voldoende is, valt nog af te wachten. Het effectieve faillissement van een emitterende vennootschap in de toekomst zal dan ook een zeer interessante *casestudy* worden met betrekking tot dit onderwerp. In geval van faillissement zal men geconfronteerd worden met een heel aantal obligatiehouders (beleggers) die hun ingelegde kapitaal niet meer zullen terugkrijgen. Dit is zeker een uiting van een risico dat elke belegger kent, maar wanneer de uitgifte gesteund was op niet-correcte informatie of een slecht opgesteld prospectus zal dit de publieke opinie niet onberoerd laten. In dat geval is het mogelijk dat de contractuele vrijheid die het prospectus met zich meebrengt in vraag wordt gesteld en er aanpassingen dienen te gebeuren aan het wettelijk kader.

172. Tot slot mag men zeker niet blind zijn voor de voordelen en opportuniteiten die obligaties als alternatieve vorm van bedrijfsfinanciering met zich kunnen meebrengen. Het laat de emittent toe om liquiditeiten op te halen, dit op basis van een contractuele band, met voorwaarden die hij veelal zelf bepaalt - dit in tegenstelling tot bankfinanciering waar het de banken zijn die zich in een sterke onderhandelingspositie bevinden - en waarbij er geen verwatering van de macht is van de bestaande aandeelhouders. Mijns inziens biedt de obligatielening ook mogelijkheden voor KMO's en dient er zeker verder werk te worden gemaakt van de plannen van Euronext Brussel uit 2013 om naar Frans en Duits voorbeeld (zgn. 'mini-obligaties') 'KMO-obligaties' mogelijk te maken in België.⁴⁵⁵

⁴⁵⁵ X, (2013, 25 juli). Euronext werkt aan obligaties voor KMO's. *Moneytalk*. Geraadpleegd via <http://moneytalk.knack.be/geld-en-beurs/euronext-werkt-aan-obligaties-voor-kmo-s/article-normal-339207.html> (Consultatie 12 december 2017).

Bibliografie

1. WETGEVING EN VOORBEREIDENDE WERKEN

1.1. Europese wetgeving

Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad 2003/71/EG, 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van de Richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2003, afl. 345, 64.

Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad 2010/73/EU, 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, *Pb.L.* 11 december 2010, afl. 327, 1.

Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad 2013/36/EU, 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG, *Pb.L.* 27 juni 2013, afl. 176, 338.

Verordening (EU) van het Europees Parlement en de Raad nr. 575/2013, 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *Pb.L.* 27 juni 2013, afl. 176, 1.

Verordening van de Commissie nr. 809/2004, 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opname van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 149, 1.

1.2. Belgische wetgeving

Wet 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 21 juni 2006.

Wet 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen, *BS* 19 april 1993.

Wet van 17 juli 2013 tot wijziging, met het oog op de omzetting van de Richtlijnen 2010/73/EU en 2010/78/EU, van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, van de wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen en van de wet van 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, en houdende diverse bepalingen, *BS* 6 augustus 2013.

1.3. Voorbereidende werken

Parl.St. Senaat 1990-91, nr. 1107/1, 96.

Verslag over het wetsontwerp tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van een doorzichtige organisatie van de markt van de ondernemingen en van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl.St.* Senaat 1990-1991, nr. 1107/3, 31.

2. RECHTSPRAAK

Antwerpen 18 april 2002, *RW* 2003-04, 267-268.

Antwerpen 2 oktober 2003, *TBH* 2005, 174-177, noot J. BUYLE en M. DELIERNEUX.

Brussel 12 februari 2009, *Not.Fisc.M.* 2010, 49-64 noot D. GOYENS.

Cass. 13 oktober 2011, AR C.10.0642.N.

Cass. 16 januari 1989, *RW* 1987-1988, 1470-1473, noot A. VAN OEVELEN.

Cass. 2 mei 2002, AR C.01.0185.N.

Cass. 2 mei 2002, AR C.99.0277.N.

Cass. 22 april 2013, AR C.12.0285.F.

Cass. 24 januari 1980, *Pas.* 1980, 581.

Cass. 24 november 2016, AR C.15.0409.F.

Cass. 26 januari 2007, AR C.05.0374.N, *TBBR* 2009, 45.

Cass. 26 januari 2007, AR C.06.0232.N.

Cass. 31 januari 1991, *Pas.* 1991, 520.

Cass. 4 juni 2004, AR C03.0408.F.

Gent 26 september 1980, *RW* 1981-82, 1026.

Luik 9 mei 1989, *Ann.dr.Lg.* 1990, 45-55, noot C. BIQUET-MATHIEU.

Voorz. Kh. Brussel 8 november 2010, *TRV* 2011, 117-121, noot M. MONARD.

3. RECHTSLEER

3.1. Boeken

BAECK, J., *Restitutie na vernietiging of ontbinding van overeenkomsten*, Antwerpen, Intersentia, 2012, xix + 371 p.

BRAECKMANS, H. en HOUBEN, R., *Handboek Vennootschapsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 924 p.

BRAECKMANS, H., CAPRASSE, O., DE CORDT, Y., DE WULF, H., DIEUX, X., FORIERS, P.-A., FRANCOIS, A., GEENS, K., HELLEMANS, F., HORSMANS, G., MARESCEAU, K., NELISSEN GRADE, J.-M., VAN OMMESLAGHE, P. en WYCKAERT, M., *De modernisering van het vennootschapsrecht. Op initiatief van het Belgisch Centrum voor vennootschapsrecht*, Brussel, Larcier, 2014, 268 p.

BRULOOT, D. en MARESCEAU, K. (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, xxx + 803 p.

BRULOOT, D., *Vennootschapskapitaal en schuldeisers: een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken van schuldeisersbescherming*, Antwerpen, Intersentia, 2014, xxvi + 824 p.

CORNELIS, L., *Algemene theorie van de verbintenis*, Intersentia, Antwerpen, 2000, xxxii + 997 p.

DIEUX, X. en WILLERMAIN, D., *Offres publiques. Offres et émissions publiques d'instruments de placement – Offres publiques d'acquisition – Offres publique de reprise*, Brussel, Bruylant, 2016, 394 p.

FREDERICQ, L., *Traité de droit commercial belge, Tôme V*, Gent, Fechey, 1950, 593-1139.

LAGA, H., *Statuten, statutenwijziging en reglement van inwendige orde getoetst aan algemene beginselen van het contractenrecht.*, onuitg., doctoraatsthesis Rechten KU Leuven, 1991, 378 p.

PETIT, J., *Interest in APR*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen België, 1995, xv + 261 p.

RESTEAU, C., *Les sociétés anonymes, Tôme III*, Brussel, Swinnen, 1985, 464 p.

STIJNS, S., *Verbintenissenrecht. Boek I.*, Brugge, die Keure, 2005, 268 p.

TILLEMANN, B., *Beginselen van het Belgisch Privaatrecht, X. Overeenkomst, Deel 2. Bijzondere overeenkomsten, C. Bruikleen, bewaargeving en sekwester*, Antwerpen, Kluwer, 2000, xlviii + 657 p.

VAN GERVEN, W. en COVEMAEKER, S., *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, 719 p.

VAN HILLE, J., *Aandelen en obligaties in het Belgische recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 947 p.

VAN RYN, J., *Principes de droit commercial, Tôme I*, Brussel, Bruylant, 1954, 518 p.

VERBEKE, A., BRULEZ, P., CARETTE, N. en HOEKX, N., *Bijzondere overeenkomsten in kort bestek*, Antwerpen, Intersentia, 2010, xxx + 314 p.

3.2. Bijdragen in verzamelwerken

BAERT, P., “Commentaar bij artikel 292 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2016, afl. 48, 3-27.

BAERT, P., “Commentaar bij artikel 293 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2016, afl. 48, 29-32.

BAERT, P., “Commentaar bij artikel 568 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, 4 p.

- BAERT, P., “Commentaar bij artikel 569 W.Venn.” in *Comm.V. en V.*, 2000, 5 p.
- BEECKWEE, A., “Commentaar bij artikel 1907bis BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, 131-138.
- BEECKWEE, A., “Commentaar bij artikel 1892 BW” in *Comm.Bijz.Ov.*, 2016, afl. 105, 77-81.
- BEECKWEE, A., “Commentaar bij artikel 1899 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, 99-100.
- BEECKWEE, A., “Commentaar bij artikel 1902 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, 107-108.
- BEECKWEE, A., “Commentaar bij artikel 1907 BW” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, 123-129.
- BROUCKE, B., “Zekerheden ten gunste van een collectiviteit van schuldeisers – de praktijk van gesyndiceerde kredieten” in *Comm.Voor.*, 2009, losbl.
- CASTELEIN, D., “Material Adverse Change-clausules (MAC)” in BALLON, G.-L., DE DECKER, H., SAGAERT, V., TERRYN, E., TILLEMANN, B. en VERBEKE, A.-L., (eds.), *Gemeenrechtelijke clausules*, Antwerpen, Intersentia, 2013, 1255-1320.
- CORNELIS, L., “De ontbinding: het treurige einde van een mooi verhaal?” in ARNOU, P., TILLEMANN, B. en BOES, M. (eds.), *Sancties en nietigheden*, Brussel, Larcier, 2003, 228-265.
- DE WOLF, P. en STEVENS, G., “La société anonyme. Emission d’obligations et de droits de souscription” in JASSOGNE, C. (ed.), *Traité pratique de droit commercial. Tôme 4 – Les sociétés – Volume 2*, Waterloo, Kluwer, 2014, 431-454.
- DELANG, N., “Commentaar bij artikel 243 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, 91-97.

DELANG, N., “Commentaar bij artikel 244 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2014, afl. 42, 99-101.

LAMBRECHT, P. en DUPLAT, M., “L’emprunt obligatoire” in X, *Guide Juridique de l’Entreprise*, Titre IV, Livre 48.4, Antwerpen, Kluwer, 2013, 62 p.

POPPE, G. en PIETTE, C., “Obligaties” in BRAECKMANS, H. e.a. (eds.), *De N.V. in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, 2012, 148 p.

POPPE, G., “Commentaar bij artikel 485 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, 16 p.

POPPE, G., “Commentaar bij artikel 489 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, afl. 1, 13 p.

POPPE, G., “Commentaar bij artikel 496 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, 12 p.

POPPE, G., “Commentaar bij artikel 502 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2000, 3 p.

SUNT, C., “Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht” in *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, die Keure, 2001, 579-599.

VAN DER BEKEN, P., “Commentaar bij artikel 556 W.Venn” in *Comm. V. en V.*, 2002, 16 p.

VAN GAVER, W., “Commentaar bij artikel 620 W.Venn.” in *Comm. V. en V.*, 2015, afl. 43, 117-140.

VAN MALDEREN, G. en PEETERS, N., “Verbintenissen met een tijdsbepaling” in ROODHOOF, J., (ed.), *Bestendig Handboek Verbintenissenrecht*, Mechelen, Kluwer, 2015, losbl., 2 dln., z.p.

VAN RANSBEECK, R., “Ingebreekstelling” in *Comm.Bijz.Ov.* 2016, afl. 105, 147-172.

VANDERHEYDE, S., “Commentaar bij artikel 1874 BW” in *Comm.Bijz.Ov.*, 2016, afl. 105, 9-24.

VANDERHEYDE, S., “Commentaar bij artikel 1876 BW” in *Comm.Bijz.Ov.*, 2016, afl. 105, 31-35.

3.3. Tijdschriftartikelen

BAECK, J., “(Feitelijk?) vooruitlopen op de vernietiging en de ontbinding van contracten”, *TPR* 2008, 321-374.

BIQUET-MATHIEU, C., “Crédit, remboursement anticipé et indemnité de remploi”, *RNB* 2006, 494-522.

BIQUET-MATHIEU, C., “L’article 1907bis limite l’indemnité de remploi à six mois d’intérêts”, *TBBR* 2007, 633-635.

BRUNNERMEIER, M.K., “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008”, *Journal of Economic Perspectives* 2009, 77-100.

DE MUYNCK, M. en DE POTTER DE TEN BROECK, M., “Begrip voor begripsverwarring? Capita selecta inzake de eenzijdige beëindiging van krediet(openingen)” (noot onder Brussel 15 september 2009) in *Bank Fin.R.* 2011, afl.1, 65-75.

DE TROIJ, D.J., “Kredietopening, lening op interest en wederbeleggingsvergoeding. What’s in a name?”, *NJW* 2017, afl. 370, 718-724.

DEVESELEER, C. en ROELENS, D., “Les assemblées générales des obligataires. Compétences, convocation et quorums: dans quelle mesure les dispositions du Code des sociétés peuvent-elles être adaptées dans le contrat obligataire?”, *RPS* 2015, 37-61.

DUPLAT, M. en LAMBRECHT, P., “Les offres publiques d’instruments de placement et l’exigence de prospectus en droit belge – examen de la loi du 16 juin 2006”, *RPS* 2006, 149-262.

JORENS, F., “Venootschapsrechtelijke behandeling van (converteerbare) obligaties en mogelijkheden tot omzetting van obligaties in het kapitaal van de vennootschap”, *TRV* 2017, afl. 2, 143-152.

KEUSTERMANS, J.-F., “De gewijzigde Prospectuswet doorgelicht”, *TRV* 2014, 347-358.

KIERSENZENBAUW, S. en VAN DE WIELE, W., “Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele ‘capita selecta’ in verband met de aanbieding van beleggingsinstrumenten”, *Bank Fin.R.* 2014, 99-147.

PEETERS, J. en VAN DYCK, T., “De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006”, *Bank Fin.R.* 2006, 167-210.

STEENNOT, R., “Onrechtmatige bedingen”, *TPR* 2015, afl. 3-4, 1521-1604.

STIJNS, S., “De buitengerechtelijke ontbinding wegens wanprestatie in wederkerige overeenkomsten: door het Hof van Cassatie erkend, doch tegelijk miskend”, *TBBR* 2003, afl. 5, 258-272.

TILLEMANN, B., DURSIN, E., TERRYN, E., HEEB, C. en NAEYAERT, P., “Lastgeving - Vertegenwoordiging t.o.v. derden”, *TPR* 2010, afl. 2, 676-748.

TROCH, K., “De wederbeleggings- en ‘funding loss’-vergoeding bij vervroegde terugbetaling van commerciële kredieten met bepaalde duur”, *T.Fin.R.* 2002, 248-264.

VAN DEN STEEN, L., “Het begrip ‘effecten’ in de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt” in *Comm.Fin.*, 2010, afl. 31, 155-171.

VAN DEN STEEN, L., “Het recht op een vervroegde terugbetaling van een krediet van bepaalde duur en de wederbeleggingsvergoeding”, *RW* 2005-06, 979-984.

VAN OEVELEN, A., “De buitengerechtelijke ontbindingsverklaring van wederkerige overeenkomsten wegens wanprestatie door het Hof van Cassatie aanvaard” (noot onder Cass. 2 mei 2002), *RW* 2002-03, 501-506.

VANDEN BERGHE, O., “De keuze van de schuldeiser voor de uitvoering in natura boven de ontbinding van de overeenkomst”, *AJT* 1999-00, 511-516.

VERGAUWEN, J., “Converteerbare obligaties. Het verschijnsel van de ‘Verwatering’ en de Wettelijke Bescherming”, *Jura Falc.* 2011-2012, afl. 2, 391-411.

ZENNER, A. en PEETERS, I., “Tegenwerpelijke van samenloopvermijdende contractuele waarborgmechanismen”, *RW* 2004-05, afl. 13, 481-505.

4. ONLINE BRONNEN

4.1. Tijdschriftenartikelen⁴⁵⁶

VAN OVERTVELDT, J., (2013, 9 september). Lehman Brothers, 5 jaar later: een reconstructie. *Trends*. Geraadpleegd via <http://trends.knack.be/economie/finance/lehman-brothers-5-jaar-later-een-reconstructie/article-normal-252209.html> (Consultatie 28 september 2017).

X, (2012, 23 april). Eeuwigdurende obligaties (of perpetuums) zijn geen obligaties! *Moneytalk*. Geraadpleegd via <http://moneytalk.knack.be/geld-en-beurs/beleggen/eeuwigdurende-obligaties-of-perpetuums-zijn-geen-obligaties/article-normal-385495.html> (Consultatie 20 oktober 2017).

X, (2013, 25 juli). Euronext werkt aan obligaties voor KMO's. *Moneytalk*. Geraadpleegd via <http://moneytalk.knack.be/geld-en-beurs/euronext-werkt-aan-obligaties-voor-kmo-s/article-normal-339207.html> (Consultatie 12 december 2017).

⁴⁵⁶ De bibliografische vorm van deze tijdschriftenartikelen is, bij gebreke aan specifieke richtlijnen in de V&A-handleiding van de Interuniversitaire Commissie Juridische Verwijzingen en Afkortingen, gebaseerd op de praktische handleiding voor wetenschappelijke referaten van de KU Leuven. Zie hiervoor: J. WIELANDTS, *Praktische handleiding voor wetenschappelijk refereren*, <http://www.kuleuven.be/sbib/web/otherFiles/apa2011.pdf>.

4.2. Varia

European Commission, *Memo: Capital Requirements – CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions*, 16 juli 2013. Geraadpleegd via http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-690_en.htm.

Europese Commissie, *Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktenunie*, 30 september 2015, COM/2015/0468. Geraadpleegd via <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>.

FSMA, *Jaarlijks verslag van de FSMA 2012*, 2012, 136 p. Geraadpleegd via https://www.fsma.be/sites/default/files/public/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/pub/nl/fsma_2012.pdf.

FSMA, *Mededeling FSMA_2017_04 over de toepassing van de Belgische regels over onrechtmatige bedingen op sommige clauses in het kader van de aanbidding van beleggingsinstrumenten*, 30 januari 2017, 14 p. Geraadpleegd via https://www.fsma.be/nl/searchpage?search_api_views_fulltext=Onrechtmatige+bedingen&submit=Zoeken.

X, *Callable Bonds*, <http://www.investopedia.com/terms/c/callablebond.asp> (Consultatie op 29 oktober 2017).

X, *Covenant*, <https://www.investopedia.com/terms/c/covenant.asp> (Consultatie 13 november 2017).

X, *Cross-default*, <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com> (Consultatie op 17 november 2017).

X, *Make Whole Call (Provision)*, <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/bonds/make-whole-call-provision-6270> (Consultatie 26 oktober 2017).

X, *Make Whole Call (Provision)*, <http://www.investopedia.com/terms/m/make-wholecall.asp> (Consultatie 26 oktober 2017).